



商贸零售行业研究

买入（维持评级）

行业周报
证券研究报告

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

敷尔佳：贴片类专业护肤龙头，盈利能力领先

本周专题——敷尔佳：贴片类专业护肤龙头，盈利能力领先

- ✓ **敷尔佳（301371）7.20 开启申购，拟深交所创业板上市，发行价 55.68 元/股，发行总数 4008 万股。**本次 IPO 计划募集资金 18.97 亿元，主要用于生产基地建设（占比 35%）+品牌营销推广（占比 47%）+研发及质量检测中心建设（3%）+补充流动资金（16%）。
- ✓ **贴片类专业护肤龙头。**械字号面膜市场教育者，逐步拓展化妆品、22 年占比提升至 51%。1）医用敷料：白膜/黑膜率先占据消费者心智；2）化妆品类：不断拓宽产品剂型及成分，面膜为核心剂型，20-22 年面膜化妆品收入由 5.93 亿元提升至 7.81 亿元、21/22 年同比+6%/+24%，占公司化妆品类产品收入的 85%左右。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年，公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，占比 15.9%；其中医疗器械贴类敷料/功能性护肤品贴膜类产品占比 17.5%/13.5%，市场排名第一/第二。据招股书，预计 1H23 营收 8.1-8.8 亿元、同比-0.9%~+7.7%，归母净利润 3.25-3.65 亿元、同比-9.1%~+2.1%。
- ✓ **渠道：线下经销为主，线上渠道占比持续提升。**1）线上直销：2019-2022 年收入由 2.33 亿元增长至 5.9 亿元、对应 CAGR 为 36.3%，占比由 17.4%提升至 33.4%，22 年敷尔佳猫旗/抖音官方旗舰店收入 4.06/1.24 亿元、占公司总收入的 23%/7%。2）线下经销：早期通过线下经销商快速打通营销网络及经销渠道，2019-2022 年线下经销收入 10.33/11.24/10.52/10.51 亿元，占比 77%/71%/64%/59.4%。
- ✓ **生产模式：**2021 年 2 月收购北星药业，拥有自主生产能力，目前以自主生产为主、委托生产为辅。

行情回顾

- 近一周（2023.07.17~2023.07.21）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 2.16%、2.44%、1.98%。其中，黄金珠宝涨 1.05%、处上游，培育钻跌 3.74%、处下游，美容护理涨 0.08%、处中上游，商贸零售涨 2.7%、处上游，教育跌 2.04%，处中下游。

原材料价格跟踪及行业动态

- **原材料价格：**棕榈油/原油/PP 指数本周五（07.21）价格较上周上涨 0.17%/上涨 0.74%/下跌 1.45%；黄金（Au99.99）本周五收盘价 458.33 元/克，较上周五上涨 0.75%。
- **行业动态：**1）美容护理：润百颜白纱布次抛 2.0/面膜 2.0 上市，锦波生物 7.20 北交所上市；2）教育：学而思与乐高教育达成战略合作，纷享销客完成 3000 万美元战略融资。
- **重点公告：**科思股份解除限售股份 1.1 亿股、占比 65%，7.24 上市流通；丽人丽妆股东 Crescent Lily 减持 144 万股、占比 0.36%；迪阿股份预计 23 年 Q2 营收 5.21~5.39 亿元，同比下降 37.68~39.74%、归母净利润亏损 4646.18~5766.89 万元。

投资建议

- **美妆：**持续关注二季度业绩靓丽、下半年有望迎来边际改善的水羊股份、福瑞达、科思股份；关注消费信心回归弹性大的标的——珀莱雅；关注小非消化进展的——巨子生物。
- **黄金珠宝：**持续看好下半年金价同比高位带来的业绩持续靓丽行情，金价弹性标的莱百股份等。
- **商贸零售：**当前板块总体仍处于弱复苏态势，期待 24 年业绩修复消化当前高估值，关注国企改革+盈利改善标的。

风险提示

- **美容护理：**营销/渠道/新品发展不及预期；**黄金珠宝：**终端零售/加盟渠道拓展不及预期；**教育：**政策波动风险



内容目录

1、本周专题——敷尔佳：贴片类专业护肤龙头，盈利能力行业领先	5
1.1、概况：贴片类专业护肤龙头	5
1.1.1、业绩：19 年抓住行业红利爆发式增长，20-22 年业绩表现平稳	5
1.1.2、业务：早期占据医用敷料市场，逐步拓展化妆品、22 年占比提升至 51%	5
1.1.3、同业对比：盈利能力处于领先水平	6
1.1.4、生产模式：收购北星药业，拥有自主生产能力	7
1.1.5、股权结构：控股股东/实际控制人张立国直接持股 93.81%	8
1.1.6、募集资金用途：聚焦生产能力扩大+品牌推广	8
1.2、产品：不断拓宽产品剂型及成分，夯实产品概念、形成立体互补	9
1.2.1、医用敷料：白膜/黑膜率先占据消费者心智，敷尔佳 21 年市占率 TOP1	9
1.2.2、化妆品：面膜为核心，持续横向拓展其他品类	11
1.3、渠道：线下经销占据主导，线上直销驱动增长	12
2、美妆新品跟踪	14
3、行情回顾	15
4、原材料价格跟踪	19
5、新股追踪	20
5.1、新股 IPO 进度追踪	20
5.2、新股业务、业绩概览	21
6、行业公司动态	23
6.1、行业动态	23
6.1.1、美容护理	23
6.1.2、黄金珠宝	24
6.1.3、教育	24
6.1.4、商贸零售	25
6.2、公司公告	25
7、风险提示	26
7.1、美容护理	26
7.2、黄金珠宝	26
7.3、教育	27

图表目录

图表 1：敷料和贴、膜类产品（25 种），并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品	5
图表 2：功能性护肤品（46 种）+II 类医疗器械类产品（5 种）	5
图表 3：22 年/1Q23 公司营收同比+7.25%/+5.4%	5



图表 4: 22 年/1Q23 公司归母净利润同比+5.15%/-1.4%	5
图表 5: 22 年医疗器械类/化妆品类收入同比-6.7%/+25%	6
图表 6: 19-22 年化妆品收入占比由 32%提升至 51%	6
图表 7: 医用敷料及功能性护肤品领域主要公司	6
图表 8: 公司销售费用率呈上升态势, 处于行业较低水平	7
图表 9: 公司毛利率处于行业领先水平、22 年达 83%	7
图表 10: 公司管理费用率低于同业	7
图表 11: 公司净利率处行业领先水平	7
图表 12: 公司产能利用率(单位: 万贴/支/瓶)	8
图表 13: 公司股权结构(发行前)	8
图表 14: 公司 IPO 募集资金用途	8
图表 15: 主打透明质酸钠、胶原蛋白、积雪草、虾青素、烟酰胺 5 种成分, 不断拓宽产品剂型及成分	9
图表 16: 中国医用敷料市场规模及增速(十亿元, %)	10
图表 17: 中国医用敷料市场公司市占率	10
图表 18: 中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模及增速(亿元, %)	10
图表 19: 白膜/黑膜 22 年收入 6.24/2.2 亿元	10
图表 20: 22 年公司化妆品类中面膜收入 7.81 亿元、同增 24%	11
图表 21: 面膜占公司化妆品收入的 85%	11
图表 22: 敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素传明酸修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜、敷尔佳清痘净肤修护贴单品占公司化妆品收入的 10%-20%	12
图表 23: 线下经销占据主导, 线上直销驱动增长	12
图表 24: 线上直销驱动增长、占比持续提升	13
图表 25: 敷尔佳抖音官方旗舰店 22 年收入快速放量	14
图表 26: 22 年敷尔佳天猫/抖音/京东官旗营收占公司总收入的 23%/7%/0.7%	14
图表 27: 敷尔佳天猫官旗 GMV 低于可复美、高于其他可比品牌	14
图表 28: 敷尔佳天猫官旗均价 50-100 元	14
图表 29: 23 年来美妆新品跟踪	15
图表 30: 本周商贸零售&教育板块涨跌幅(%)	16
图表 31: 本周各板块涨跌幅(%)	16
图表 32: 本周美容护理个股涨跌幅	17
图表 33: 本周黄金珠宝个股涨跌幅	18
图表 34: 本周教育个股涨跌幅	18
图表 35: 本周商贸零售个股涨跌幅	19
图表 36: 棕榈油平均价(元/吨)	19
图表 37: 原油价格(美元/桶)	19



图表 38: PP 指数.....	20
图表 39: LDPE 出厂价 (元/吨)	20
图表 40: 黄金 (Au99.99) 行情走势	20
图表 41: 白银 Ag (T+D) 本周收盘价格趋势.....	20
图表 42: 近期新股 IPO 进度概览	21
图表 43: 本周上市公司重点公告	25

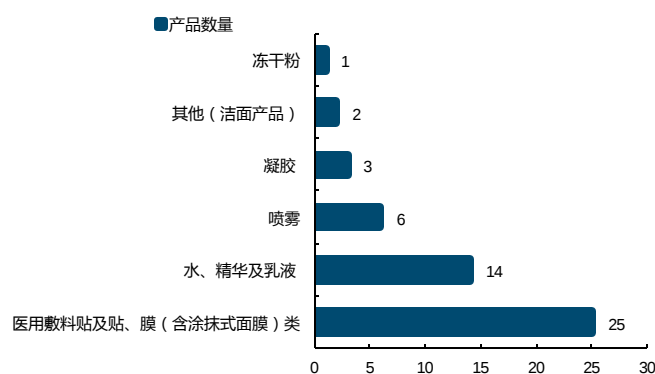


1、本周专题——敷尔佳：贴片类专业护肤龙头，盈利能力行业领先

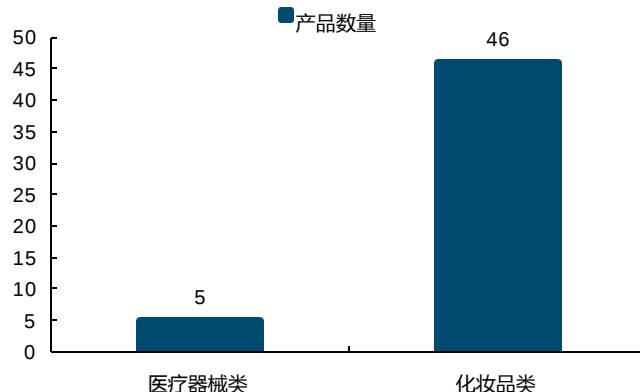
1.1、概况：贴片类专业护肤龙头

基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成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（5 种）为主，多种形式的功能性护肤品（46 种）为辅的立体化产品体系。其中，敷料和贴、膜类产品（25 种），并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年，公司贴片类产品销售额为贴片类专业皮肤护理产品市场第一，占比 15.9%；其中医疗器械贴类敷料/功能性护肤品贴膜类产品占比 17.5%/13.5%，市场排名第一/第二。

图表1：敷料和贴、膜类产品（25种），并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品



图表2：功能性护肤品（46种）+II类医疗器械类产品（5种）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

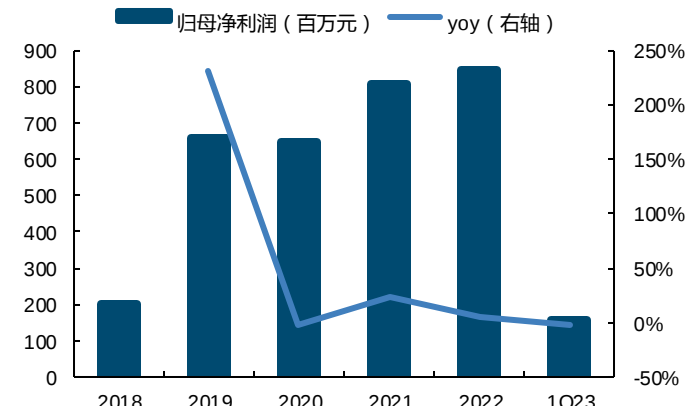
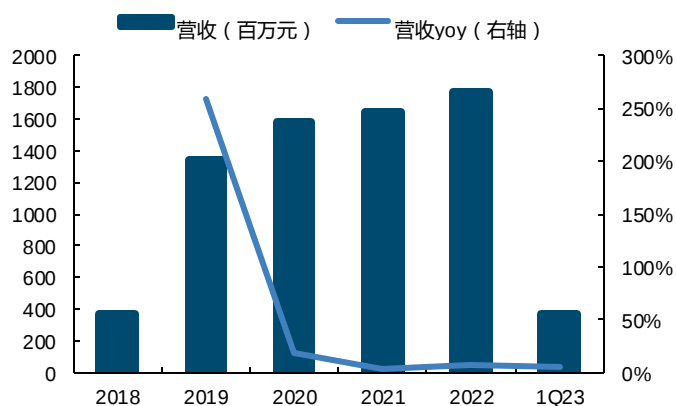
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.1.1、业绩：19 年抓住行业红利爆发式增长，20-22 年业绩表现平稳

2019 年乘行业红利、拓展经销渠道，公司收入/利润实现靓丽增长，分别同增 259%/231%，20 年受疫情影响，收入/利润同比+18.07%/-2%。21 年公司收购北星药业，拥有自主生产能力，毛利率大幅提升，21 年收入/利润同比+4.08%/+24.38%。22 年收入/利润同比+7.25%/+5.15%，1Q23 收入/利润同比+5.4%/-1.4%。据招股书，预计 1H23 营收 8.1-8.8 亿元、同比-0.9%~+7.7%，归母净利润 3.25-3.65 亿元、同比-9.1%~+2.1%。

图表3：22 年/1Q23 公司营收同比+7.25%/+5.4%

图表4：22 年/1Q23 公司归母净利润同比+5.15%/-1.4%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.1.2、业务：早期占据医用敷料市场，逐步拓展化妆品、22 年占比提升至 51%

医疗器械类：2019 年抓住赛道红利，收入快速上升。2020 年受新冠疫情影响、收入同比下滑 4.1%，21/22 年收入同比+5.41%/-6.68%。具体来看，2019 年医用透明质酸钠修复贴

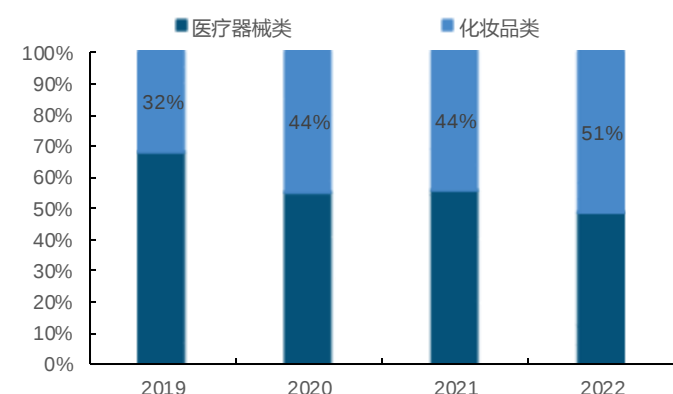
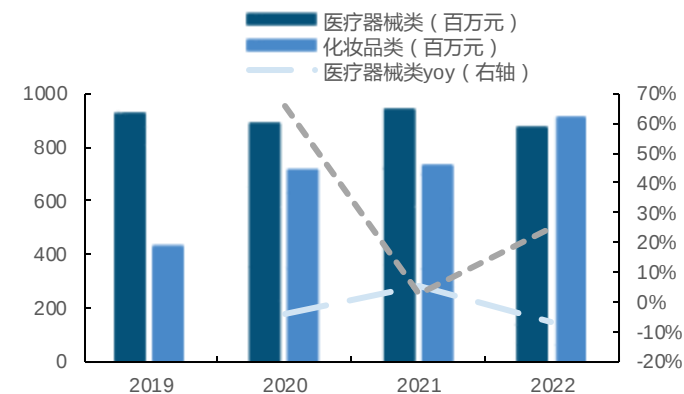


收入同增近 170%，主要系医用敷料市场需求旺盛、行业景气向上，公司率先推出产品、占据消费者心智，同时线下经销渠道迅速扩充，20-22 年增速有所放缓。

化妆品类：推出多款差异化功效性护肤品，同时开展网络直播营销、明星推广、种草推广等营销活动，赞助综艺节目，助力化妆品类实现较快增长。2019-2021 年，收入由 4.24 亿元增长至 7.22 亿元、对应 CAGR 为 30.4%，其中 21 年收入增速放缓（同比+2.42%）、收入占比 43.75%（较 19 年+12.13PCT）；22 年收入 9.03 亿元、同增 25%、占比进一步提升至 51%。

图表5: 22 年医疗器械类/化妆品类收入同比-6.7%/+25%

图表6: 19-22 年化妆品收入占比由 32%提升至 51%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.1.3、同业对比：盈利能力处于领先水平

图表7: 医用敷料及功能性护肤品领域主要公司

公司		巨子生物	敷尔佳	创尔生物	贝泰妮	华熙生物	珀莱雅
成立时间		2000	2017	2002	2010	2000	2006
业务布局		医用敷料、功效护肤品、保健品	医用敷料+功效护肤	活性胶原原料、医疗器械及功效护肤	医用敷料+功效护肤	功效护肤+原料+医美	功效护肤+彩妆
核心品牌		可丽金/可复美	敷尔佳	创福康/创尔美	薇诺娜/薇诺娜baby/Aoxmed	润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活	珀莱雅
主打成分		重组胶原蛋白	玻尿酸	动物源胶原蛋白	植物成分（青刺果油、马齿苋精粹）	玻尿酸	早C晚A
产品类型		医用敷料+功效护肤	医用敷料+功效护肤	医用敷料+功效护肤	医用敷料+功效护肤	功效护肤	功效护肤
22 年	收入体量（百万元）	2364	1769	244	5014	功效护肤 46.07 亿元	6385
	综合毛利率	84.4%	83.1%	77.8%	75.2%	78.4%	69.7%
	主品牌收入体量（亿元）	可复美、可丽金	敷尔佳	创福康、创尔美	薇诺娜	润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活	珀莱雅
		16.18/6.13	-	-	48.85	13.8/13.7/6/9	52.6
	归母净利润（百万元）	1002	847	35	1051	971	817
	净利率	42%	48%	14%	21%	15%	13%

来源：公司招股说明书，敷尔佳招股书，创尔生物招股书，Wind，国金证券研究所



公司 19-22 年销售费用率呈上升趋势、分别为 8.6%/16.7%/16%/22%，主要系业务拓展力度加强、多元化营销策略推广所致。对比可比公司，敷尔佳处于行业较低水平（行业整体销售费率大多集中在 40% 左右），主要系公司以经销为主（22 年占比 59%）。

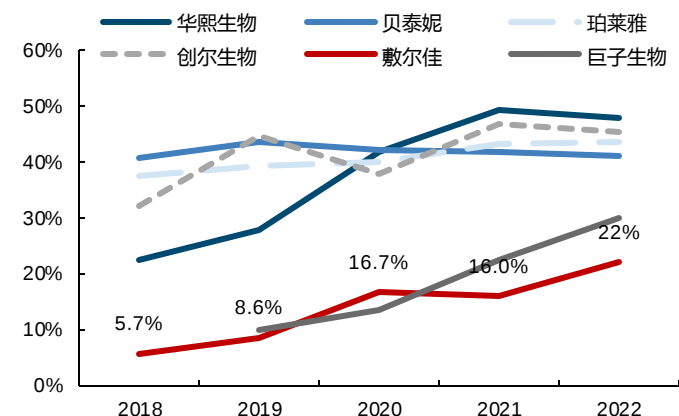
公司毛利率低于巨子生物、高于其他可比公司，主要系 21 年拥有自主生产能力、毛利率提升，高毛利医疗器械敷料占比高（22 年医疗器械类收入占比 49%、毛利率 86%）。

公司管理费用率较低，22 年为 2.69%，低于同业可比公司均值，主要系公司采取轻资产模式运营、经营管理团队较精简。

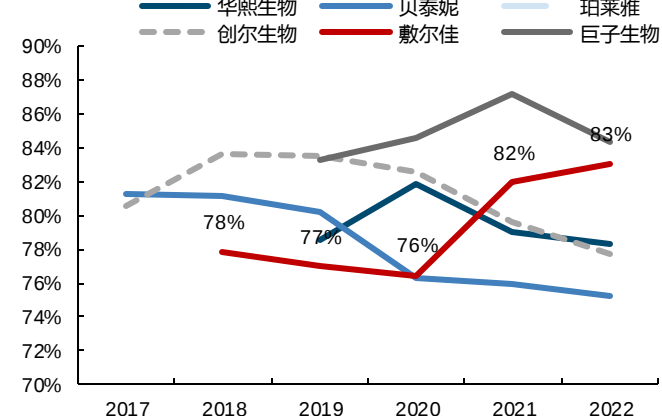
公司净利率处行业领先水平，19-21 年低于巨子生物、高于其他可比公司，22 年超过巨子生物。

图表 8: 公司销售费用率呈上升趋势，处于行业较低水平

图表 9: 公司毛利率处于行业领先水平，22 年达 83%



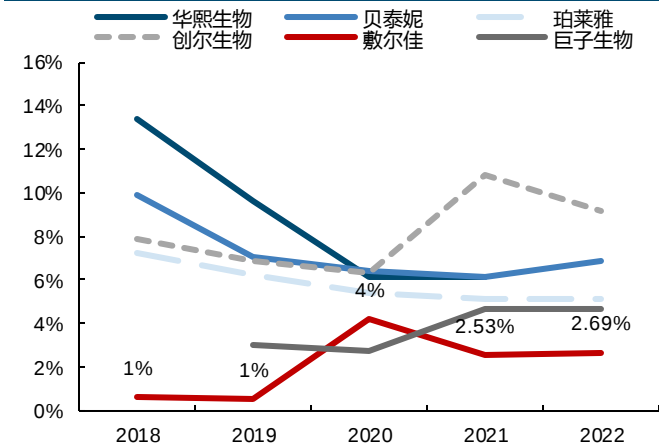
来源: Wind, 国金证券研究所



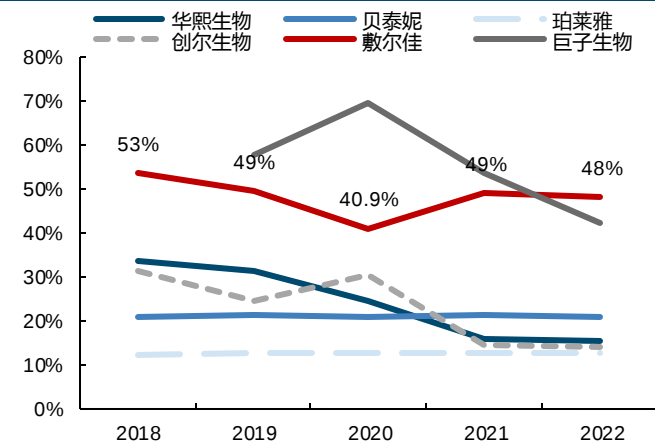
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 华熙生物取功能性护肤品毛利率)

图表 10: 公司管理费用率低于同业

图表 11: 公司净利率处行业领先水平



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

1.1.4、生产模式：收购北星药业，拥有自主生产能力

2021 年 2 月收购北星药业，拥有自主生产能力，目前以自主生产为主、委托生产为辅。2021 年 2 月前，公司没有自主生产能力，主要向哈三联、广州暨源及广州科玮采购产成品；完成北星药业收购后拥有自主生产能力，其中部分产品委托天津尚美、广州萝薇等专业供应商进行生产。



图表 12：公司产能利用率（单位：万贴/支/瓶）

产品	时间	产能	产量	产能利用率
医疗器械类	2022 年	9,960.00	9,436.36	95%
	2021 年	9,960.00	8,982.00	90%
	2020 年	9,960.00	9,311.26	93%
化妆品类	2022 年	11,200.00	8,585.74	77%
	2021 年	11,200.00	5,821.57	52%
	2020 年	11,200.00	9,513.39	85%

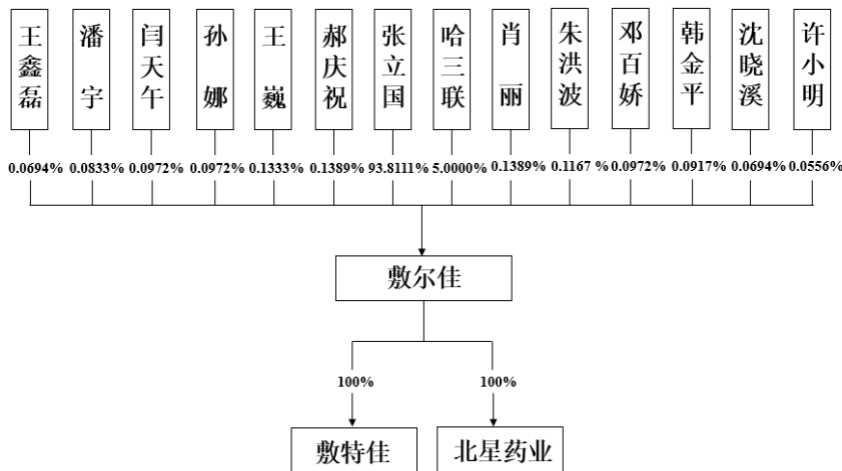
来源：公司招股说明书，国金证券研究所（注：20-21 年 2 月为原哈三联医疗器械及化妆品业务产能利用率的模拟情况）

1.1.5、股权结构：控股股东/实际控制人张立国直接持股 93.81%

股权集中，控股股东/实际控制人张立国直接持股 93.81%。公司控股股东及实际控制人张立国直接持有 93.81%的股份，哈三联持有 5%股份，其他股东持股均低于 1%；拥有敷特佳、北星药业两家子公司。

公司本次发行前总股本 3.6 亿股，本次发行股票数量不超过 4008 万股，且发行数量占公司发行后总股本的比例不低于 10%，现有股东不转让老股。

图表 13：公司股权结构（发行前）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.1.6、募集资金用途：聚焦生产能力扩大+品牌推广

公司本次 IPO 计划募集资金 18.97 亿元，主要用于生产基地建设（占比 35%）+品牌营销推广（占比 47%）+研发及质量检测中心建设（3%）+补充流动资金（16%）。

图表 14：公司 IPO 募集资金用途

项目	项目名称	项目投资额 (亿元)	本次募集资金 投入 (亿元)	占比	项目简介
1	生产基地建设项目	6.56	6.55	35%	1) 对现有专业皮肤护理产品生产制造工艺和产品性能进行升级优化 2) 配置国际标准配置水平的自动化生产线生产专业皮肤护理



					产品系列产品 3) 扩大专业皮肤护理产品的生产能力
2	研发及质量检测中心建设项目	0.57	0.57	3%	1) 购置先进的研发设备和检测设备, 组建优秀的研发团队 2) 为研发工作提供必备的研发环境、硬件设备和人才资源
3	品牌营销推广项目	8.86	8.85	47%	1) 增加与头部网红的合作频次, 并孵化本土网红辅之, 进行直播卖货 2) 采用 KOL 种草分享、明星代言、综艺电视剧曝光、头部网红直播讲解等多种营销形式进行公司产品的介绍与宣传 3) 充分利用电商红利, 与天猫、京东、唯品会等各大电商平台建立深度合作
4	补充流动资金	3.00	3.00	16%	1) 为公司项目建设提供充裕的流动资金以补充研发、营销活动及企业日常运营的灵活资金需求
合计		18.98	18.97	-	-

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2、产品: 不断拓宽产品剂型及成分, 夯实产品概念、形成立体互补

公司主打透明质酸钠、胶原蛋白、积雪草、虾青素、烟酰胺 5 种成分, 满足消费者对保湿/舒缓抗敏/美白/抗衰等功效需求。同时, 公司依托“拳头”产品修护贴加速布局全品类/丰富剂型, 在敷尔佳胶原蛋白水光修护贴基础上推出内含胶原蛋白的喷雾剂型, 在敷尔佳虾青素传明酸修护贴基础上推出内含虾青素的乳液、精华液, 在敷尔佳积雪草舒缓修护贴基础上推出内含积雪草的乳液、水、霜、洁面泡泡。此外, 公司率先(国内第一批)推出主打透明质酸钠成分、次抛型和喷雾型的 II 类医用敷料产品。

图表 15: 主打透明质酸钠、胶原蛋白、积雪草、虾青素、烟酰胺 5 种成分, 不断拓宽产品剂型及成分

	透明质酸钠	胶原蛋白	积雪草	虾青素	烟酰胺	其他	合计
医用敷料贴及贴、膜(含涂抹式面膜)	8	3	1	1	1	11	25
喷雾	2	2	-	-	-	2	6
水、精华及乳液	3	-	3	2	1	5	14
冻干粉	-	-	-	-	-	1	1
凝胶	-	-	-	-	-	3	3
其他	-	-	1	-	-	1	2
合计	13	5	5	3	2	23	51

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

1.2.1、医用敷料: 白膜/黑膜率先占据消费者心智, 敷尔佳 21 年市占率 TOP1

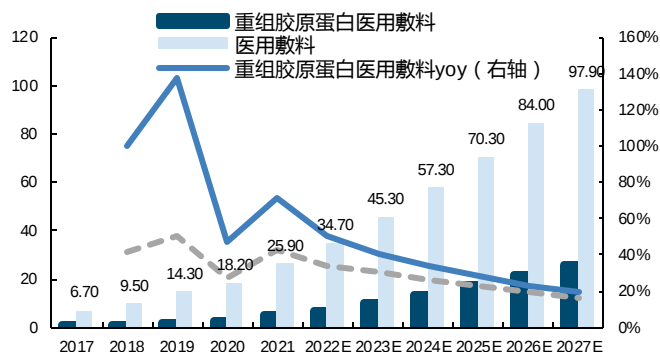
贴片类专业皮肤护理产品市场规模由 17 年的 23.8 亿元增长至 21 年的 98.2 亿元、对应 CAGR 为 42.5%, 其中敷料贴类市场规模由 4.8 亿元增长至 52.1 亿元、对应 CAGR 为 81.9%, 贴、膜类功能性护肤品市场规模由 19 亿元增长至 46.2 亿元、对应 CAGR 为 24.8%; 预计 2026 年敷料贴类和贴、膜类(功能性护肤品)市场规模将达到 172.6 亿元和 99.2 亿元、21-26 年 CAGR 为 27.1%/16.5%。

根据弗若斯特沙利文, 21 年中国医用敷料市场规模 259 亿元、17-21 年复合增 40%。市场

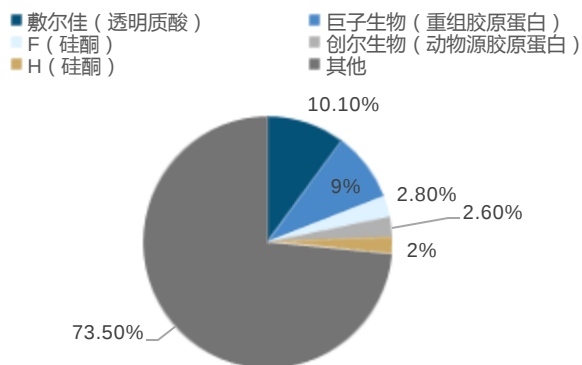


格局方面，敷尔佳排名第1、市占率10.1%。

图表16：中国医用敷料市场规模及增速（十亿元，%）



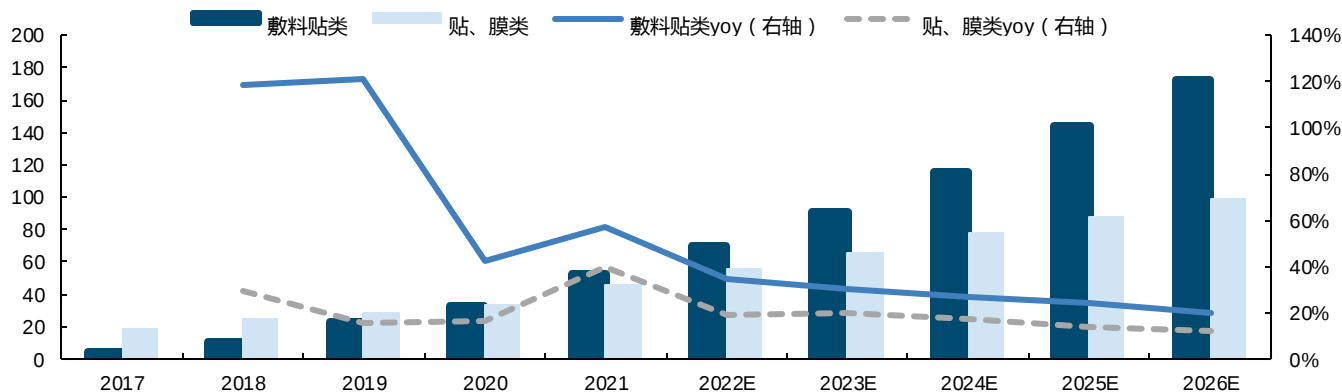
图表17：中国医用敷料市场公司市占率



来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，国金证券研究所

来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，国金证券研究所

图表18：中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模及增速（亿元，%）



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

白膜/黑膜整体占比稳定、分别在70%/25%左右，医用透明质酸钠修复液（次抛/喷雾）占比较低（约1%-2%）。增速来看，2019年医用透明质酸钠修复贴收入同增近170%，主要系医用敷料市场需求旺盛、行业景气向上，公司率先推出产品、占据消费者心智，同时线下经销渠道迅速扩充，2020-2022年成长性减弱。2022年推出医用重组III型人源化胶原蛋白贴，当年营收1020万元、占公司医疗器械类收入的1.2%。

图表19：白膜/黑膜22年收入6.24/2.2亿元

	2019	2020	2021	2022
医疗器械类（百万元）	918	880	928	866
yoy		-4.1%	5.4%	-6.7%
毛利	732	693	781	745
毛利率	79.7%	78.7%	84.1%	86.1%
医用透明质酸钠修复贴（白膜）	643	598	652	624
yoy		-7.0%	9.0%	-4.2%
占比	70.0%	67.9%	70.2%	72.1%
医用透明质酸钠修复贴（黑膜）	263	264	262	220
yoy		0.1%	-0.7%	-15.8%
占比	28.7%	29.9%	28.2%	25.5%



医用透明质酸钠修复液	12.03	19.07	14.50	11.12
yoy		58.6%	-24.0%	-23.3%
占比	1.3%	2.2%	1.6%	1.3%
医用重组III型人源化胶原蛋白贴				10.20
yoy				1.2%

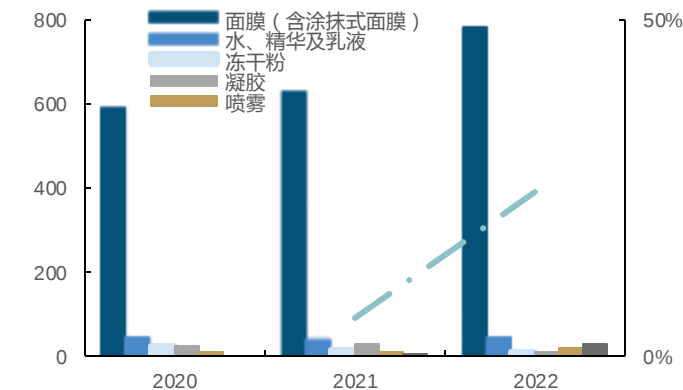
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2.2、化妆品：面膜为核心，持续横向拓展其他品类

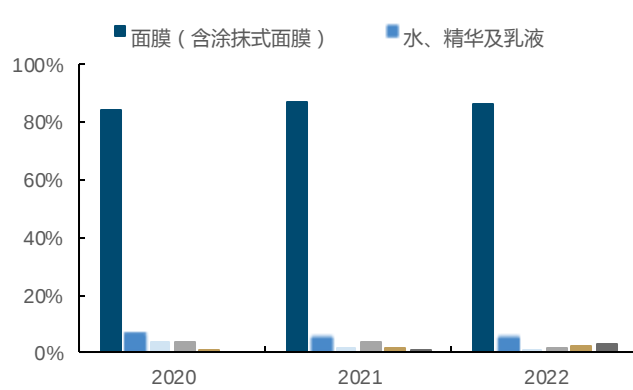
面膜是公司化妆品类产品的核心剂型。20-22 年面膜化妆品收入由 5.93 亿元提升至 7.81 亿元、21/22 年同比+6%/+24%，占公司化妆品类产品收入的 85%左右。其中敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素传明酸修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜、敷尔佳清痘净肤修护贴单品占公司化妆品收入的 10%-20%。

图表20：22 年公司化妆品类中面膜收入 7.81 亿元、同增 24%

图表21：面膜占公司化妆品收入的 85%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所



来源：公司招股说明书，国金证券研究所



图表22：敷尔佳胶原蛋白水光修护贴、敷尔佳虾青素传明酸修护贴、敷尔佳积雪草舒缓修护贴、敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜、敷尔佳清痘净肤修护贴单品占公司化妆品收入的 10%-20%

	2020	2021	2022
化妆品类	705	722	903
yoy	66.02%	2.42%	25.14%
占总收入比例	44.5%	43.7%	51.0%
毛利	520	571	725
毛利率	73.7%	79.1%	80.2%
面膜（含涂抹式面膜）	593.04	627.75	781.36
yoy		6%	24%
占比	84%	87%	87%
敷尔佳胶原蛋白水光修护贴	212.48	156.15	118.13
yoy		-26.51%	-24.35%
占比	30%	22%	13%
敷尔佳虾青素传明酸修护贴	161.99	160.45	109.69
yoy		-0.95%	-31.63%
占比	23%	22%	12%
敷尔佳积雪草舒缓修护贴	143.01	204.11	180.12
yoy		42.73%	-11.75%
占比	20%	28%	20%
敷尔佳烟酰胺美白淡斑修护面膜	0.00	0.00	113.29
占比			13%
敷尔佳清痘净肤修护贴	0.00	0.00	100.70
占比			11%
合计	73%	72%	69%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.3、渠道：线下经销占据主导，线上直销驱动增长

公司主要通过线上及线下经销渠道对产品进行销售，其中线上渠道可进一步细分为线上直销、线上代销、线上经销。22 年线上直销/线上代销/线上经销/线下经销收入占比分别为 33.4%/4.4%/2.9%/59.4%。

线上直销驱动增长，2019-2022 年收入由 2.33 亿元增长至 5.9 亿元、对应 CAGR 为 36.3%，占比由 17.4%提升至 33.4%；早期通过线下经销商快速打通营销网络及经销渠道，2019-2022 年线下经销收入 10.33/11.24/10.52/10.51 亿元，占比 77%/71%/64%/59.4%。

图表23：线下经销占据主导，线上直销驱动增长

销售模式		主要平台	22 年收入/yoy/ 占比	19-22 年 CAGR
线上直销	主要通过大型 B2C 平台开设直营店铺的形式进行产品的线上推广与销售	天猫、小红书、京东、抖音、微信等	5.9 亿元/13.8%/33.4%	36.32%
线上经销	公司通过与线上经销商签订产品购销协议，线上经销商通过 B2C 平台等开设的自营店铺自主进行产品销售	淘宝、唯品会等	7772 万元/73%/4.4%	-
线上代销	公司通过与大型 B2C 平台签订商品购销协议，双方根据平台实际销售产品及其他约定方式进行结算	京东自营旗舰店、阿里健康大药房等	5073 万元/49%/2.9%	-
线下经销	大型商超、日化专营店、大型百货商场专柜、美容机构、医疗机构、药店		10.51 亿元/-0.1%/59.4%	0.57%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所


图表24：线上直销驱动增长、占比持续提升

	2019	2020	2021	2022
线上	310	460.9	597.7	718.6
yoy		49%	30%	20%
占比	23.1%	29.1%	36.2%	40.6%
直销	232.9	395.7	518.7	590.1
yoy		69.9%	31.1%	13.8%
占比	17.4%	25.0%	31.4%	33.4%
毛利	206	328	451	512
毛利率	88.4%	82.82%	86.89%	86.74%
代销	0.0	0.7	45.0	77.7
yoy			6205%	73%
占比	0.0%	0.0%	2.7%	4.4%
毛利		0.6	40.7	71
毛利率		84.73%	90.53%	91.4%
经销	76.7	64.4	34.0	50.7
yoy		-16%	-47%	49%
占比	5.7%	4.1%	2.1%	2.9%
毛利	56	48	27	40.02
毛利率	73.38%	74.53%	78.04%	78.89%
向经销商销售	1033	1124	1052	1051
yoy		9%	-6%	0%
占比	76.9%	70.9%	63.8%	59.4%
毛利	771	836	834	847
毛利率	74.65%	74.35%	79.27%	80.61%

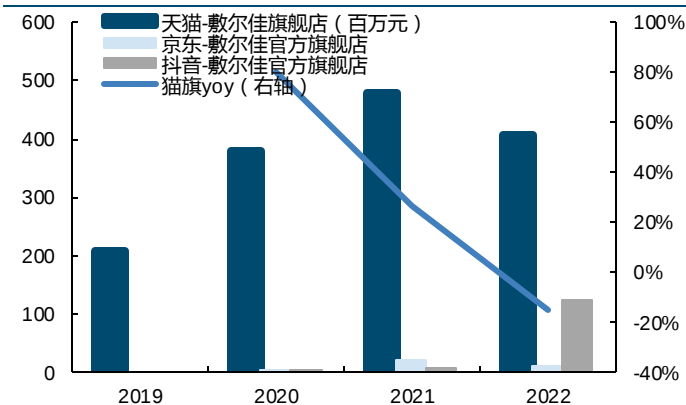
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

■ 抖音 22 年快速放量，天猫规模领先

敷尔佳天猫官旗收入 19-21 年表现亮眼，由 2.1 亿元增长至 4.79 亿元、对应 CAGR 为 51.17%，占公司总收入的比例由 16%提升至 29%，22 年受天猫大盘红利减弱影响收入同降 15%至 4.06 亿元、占比降至 23%。抖音平台 22 年快速放量，敷尔佳官旗收入 1.24 亿元、占比 7%。根据第三方爬虫平台，22 年 5 月来，敷尔佳天猫官旗 GMV 低于可复美、高于其他可比品牌，均价在 50-100 元区间。

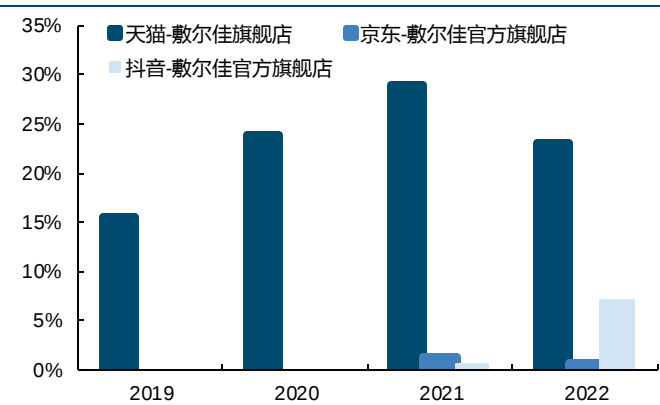


图表25: 敷尔佳抖音官方旗舰店 22 年收入快速放量



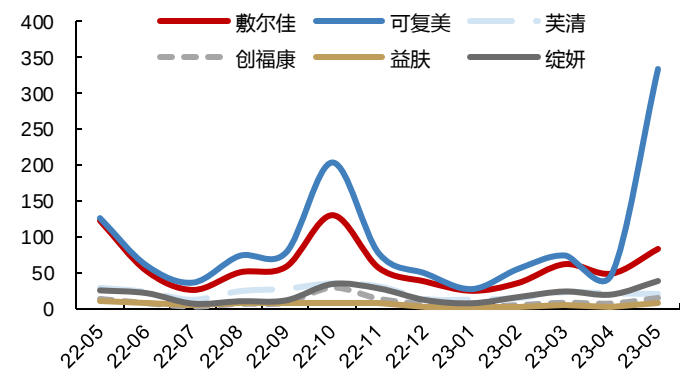
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表26: 22 年敷尔佳天猫/抖音/京东官旗营收占公司总收入的 23%/7%/0.7%



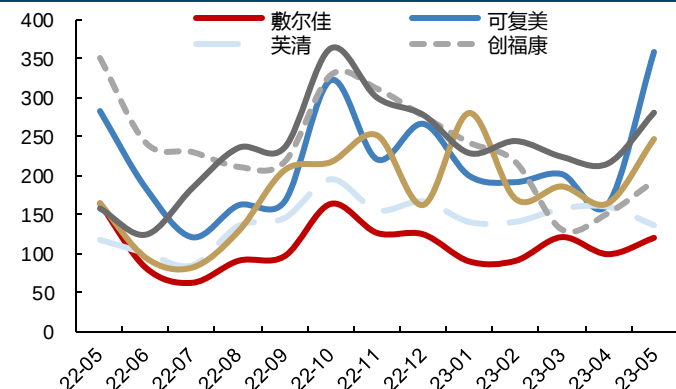
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表27: 敷尔佳天猫官旗 GMV 低于可复美、高于其他可比品牌



来源: 第三方爬虫平台, 国金证券研究所

图表28: 敷尔佳天猫官旗均价 50-100 元



来源: 第三方爬虫平台, 国金证券研究所

2、美妆新品跟踪

润百颜白纱布次抛 2.0: 继 1.0 上市两年多的重磅升级, 真修护、修得快、进得来。1) 四重屏障修护系统更完善: 12 种修护成分+2 大独家成分, 韧颜玻 nHA 助力屏障增厚、韧颜舒 (与亚仕兰共研) 击退热痛痒; 2) 修护效率提升。

润百颜白纱布面膜 2.0: 1) 工艺: 升级为 5 层凉感积雪草膜布; 2) 成分: 添加专利积雪草纤维、冰氨纤维, 膜布自带降温功效; 3) 肤感: 亲肤透气。



图表29：23年来美妆新品跟踪

功效	公司	品牌	新品	上新时间	核心成分	亮点突出	零售价
修复	珀莱雅	悦肤堤	油橄榄面膜2.0	2023.02.27	4D透明质酸、包裹神经酰胺	速修红，稳屏障	69元/5片
	贝泰妮	薇诺娜	屏障特护霜	2023.04.12	神经酰胺、青刺果油、胆甾醇	院线级修护，重建肌肤防御力	298/50g
	华熙生物	润百颜	白纱布次抛2.0	2023.7.21	初颜玻nHA、初颜舒	真修护、修得快、进得来	-
			白纱布面膜2.0	2023.7.22	依克多因、初颜玻nHA、初颜舒	2倍速修红、急护脆敏肌	327/15片
		米蓓尔	蓝绷带2.0	2023.05.04	超活蓝铜胜肽PRO	救急敏肌泛红易敏	248/165g
	巨子生物	可复美	胶原乳	2023.03.07	C5HR重组胶原蛋白仿生组合，三重神经酰胺，复配石榴多酚类，植物角鲨烷	应用C5HR重组胶原蛋白仿生组合强韧屏障	299元/80ml
			舒舒贴	2023.02.22	C5HS重组胶原蛋白仿生组合，油橄榄叶提取物，专利全谱透明质酸，B5泛醇，卷柏提取物，专利依克多因，三重神经酰胺	5重专利加持，有效舒缓多维补水	169元/5片
			OK乳	2023.5.10	稀有人参皂苷CK	去油并控油，稳定皮肤	259元/80ml
	福瑞达	瑗尔博士	理想精华	2023.07.18	奥婷敏、生态营养液、二列酵母发酵产物滤液、亚麻籽提取物、仙桃仙人掌茎提取物、苦参根提取物、麦冬根提取物、红没药醇、姜根提取物	15min速修泛红，28天强韧肌底	208/30g
	上海家化	玉泽	油敏霜	2023.03.09	亚麻酸，多种不饱和脂肪酸植物油脂，专研青蒿，红没药醇，VE，阿尔卑斯柳兰	一瓶双效，修护又控油	256元/瓶/50g
			专研精华液	2023.07.21	青蒿提取物，稻糠发酵精萃，红没药醇，姜根提取物	物理屏障自修护，专研青蒿提取物，专利稻糠发酵精萃	未售卖
	欧莱雅	理肤泉	B5面膜PRO	2023.4.24	积雪草叶提取物、红没药醇、水解大米蛋白	抗应激，稳屏障；特殊美容后使用	188/5片 376/10片 564/15片
		赫莲娜HR	新一代绿宝瓶精华	2023.04.10	复合红没药醇、依克多因、海茴香愈伤组织提取物	变革修护维度，启动年轻源能；全新修护思路，倍速修正脆弱	1180/30ml 1680/50ml 2280/75ml
			黑绷带眼霜	2023.08.01		暂未上市售卖	
	雅诗兰黛	悦木之源	灵芝薄皮速修精华	2023.03.31	珍稀灵芝、石榴脂留醇、植物脂肪酸、爆尿酸、银耳多糖、霍霍巴籽油	1效速修屏障	510/30ml
抗衰	珀莱雅	珀莱雅	红宝石面膜2.0	2023.01.31	四重信号肽、一重神经肽、一重玻尿酸胜肽	“一涂二敷”科学抗皱	149元/7片
			红宝石水2.0	2023.02.27	六重胜肽、水解胶原蛋白	颠覆性的氧糖双抗	233/120g
			红宝石乳2.0	2023.02.27	六重胜肽、水解胶原蛋白		289/125ml
			双抗精华3.0	2023.04.18	NOX-AGE、四重抗氧（麦角硫因Max、lipochroman molecule、EUK-134）		429/50ml
			双抗水2.0	2023.04.18	NOX-AGE、麦角硫因、脱羧肌肽	改善皮肤粗糙、油脂氧化型暗沉	199/160ml
			双抗乳2.0	2023.04.18	NOX-AGE、麦角硫因、脱羧肌肽、lipochroman molecule	改善环境压力型暗沉	229/120ml
			双抗霜3.0	2023.04.18	NOX-AGE、麦角硫因、脱羧肌肽、二葡萄糖基倍酸	改善易泛红型暗沉	229/50g
			红宝石眼霜2.0	2023.05.26	六胜肽-1PRO、二肽-1、三肽	肽A先锋，更快淡纹	389/20g
	华熙生物	米蓓尔	3A紫精华	2023.02.20	A醇HPR、植物A醇、维A棕榈酸酯	敏肌专研，抗初老精华	338元/40ml
	欧莱雅	兰蔻	菁纯流云霜	2023.07.16	玻色因、突厥蔷薇花水、维生素E	轻若流云，深彻抚纹，饱满焕亮	1550/30ml 2800/60ml
		理肤泉	四氢茉莉酸精华	2023.06.28	LR2412、羟丙基四氧吡喃三醇、丙二醇	2大活性成分重建皮肤结构	340/40ml
		海蓝之谜	愈龄云霜霜	2023.03.14	水、矿油、矿脂、藻提取物、甘油、异十六烷、微晶蜡、羊毛脂醇、未榨果皮提取物、石蜡、变乙醇、硫酸镁、油酸癸酯、二硬脂酸铝、辛基十二醇、香精、硬脂酸镁	愈颜抗老，年轻永续	920/15ml 1740/30ml 3080/60ml 4655/100ml
	雅诗兰黛	朵梵	双生精华耀目	2023.01.19	水1.3-万二际、辛酸溪蓼/肉豆蔻酸须系酸甘油三春、甘油、得子法、猴面包树野油、聚甘油-10五硬脂酸酯、甘油硬脂酸酯、硬脂酸、氢氧化钾、柠檬酸、山梨地算硬型琥珀点、巴西棕榈树地、聚山梨酯脂40、香机、生育酸(维生彩)、DA四势。柠檬酸钠。苯氧乙醇、蕈苯甘醚。苯甲酸钠、山梨酸钾、山梨酸	紧致细纹，年轻双生	790/30ml
美白	贝泰妮	薇诺娜	修白瓶	2023.7.04 (包装优化)	马齿苋、哈巴雪山青刺果油、独家噬黑因	皮肤学级美白淡斑、先修后白	398/45ml
	欧莱雅	兰蔻	塑颜白肤霜	2023.04.26	胜肽、水解亚麻提取物、水解羽扇豆蛋白、豌豆提取物、水解透明质酸、烟酰胺	面部紧致上扬，抗老加速推升，革新300植物胜肽	920/50ml
			极光焕白精华	2023.05.17	葡萄糖内酯、烟酰胺、水青冈芽提取物	15%高浓度焕亮精萃	790/30ml 1190/50ml
	雅诗兰黛	倩碧	302美白水乳	2023.03.03	302黑色素、乙酰壳糖胺、水杨酸、酵母提取物、UP302、AA2G、打麦籽提取物、糖海带提取物米糠、黄芩、黄龙胆根、京都玉露、透明质酸钠	敏感肌可用，根源美白淡斑，抗氧提亮通透发光，修护舒缓不宜敏感	860/水乳套装

来源：各品牌微信公众号，国金证券研究所（注：零售价取自天猫官方旗舰店）

3、行情回顾

近一周（2023.07.17~2023.07.21）上证综指、深证成指、沪深300分别跌2.16%、2.44%、1.98%。其中，黄金珠宝涨1.05%、处上游，培育钻跌3.74%、处下游，美容护理涨0.08%、处中上游，商贸零售涨2.7%、处上游，教育跌2.04%，处中下游。

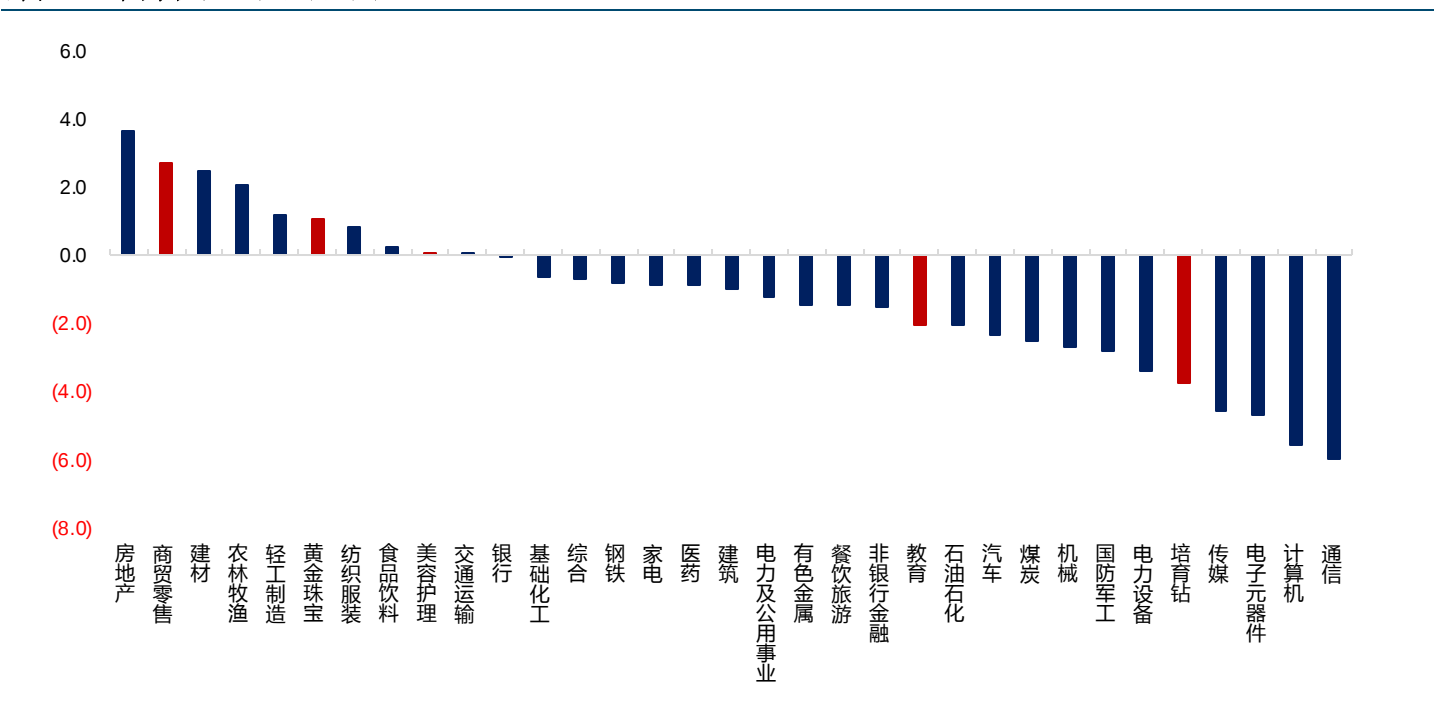


图表30：本周商贸零售&教育板块涨跌幅（%）

板块名称	累计涨跌幅（%）	板块名称	累计涨跌幅（%）
上证综合指数成份	(2.16)	美容护理	0.08
深证成份指数成份	(2.44)	黄金珠宝	1.05
沪深300	(1.98)	培育钻	(3.74)
商贸零售	2.70	教育	(2.04)

来源：Wind，国金证券研究所

图表31：本周各板块涨跌幅（%）



来源：Wind，国金证券研究所

本周美容护理板块总体表现居中上，部分个股表现突出。涨幅居前标的为：可靠股份、水羊股份、丽人丽妆、丸美股份。


图表 32：本周美容护理个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿)
301009.SZ	可靠股份	13.03	10.14	10.06	2093	35
300740.SZ	水羊股份	15.77	5.41	5.34	3354	61
605136.SH	丽人丽妆	11.74	5.01	4.93	4060	47
603983.SH	丸美股份	29.87	4.58	4.50	900	120
688363.SH	华熙生物	93.82	4.09	4.01	773	452
300957.SZ	贝泰妮	94.37	3.26	3.18	1118	400
002511.SZ	中顺洁柔	10.79	2.76	2.68	5120	144
600223.SH	福瑞达	9.70	2.75	2.67	5357	99
300132.SZ	青松股份	5.68	2.71	2.65	2140	29
001206.SZ	依依股份	15.05	2.52	2.44	370	28
603059.SH	倍加洁	23.25	2.33	2.25	385	23
003010.SZ	若羽臣	22.22	2.07	1.99	4621	27
603630.SH	拉芳家化	16.14	2.02	1.94	1726	36
300792.SZ	壹网壹创	27.60	1.14	1.06	2204	66
300955.SZ	嘉亨家化	21.36	1.04	0.96	249	22
603238.SH	诺邦股份	12.73	0.87	0.79	550	23
001218.SZ	丽臣实业	23.10	0.00	0.08	333	29
300896.SZ	爱美客	447.96	-1.00	-1.08	489	969
6993.HK	蓝月亮集团	3.87	-1.28	-1.35	148	227
603605.SH	珀莱雅	111.52	-1.31	-1.39	636	443
300856.SZ	科思股份	77.36	-3.43	-3.51	425	131
600315.SH	上海家化	27.97	-3.52	-3.60	2988	190
002803.SZ	吉宏股份	19.22	-5.23	-5.31	5962	73
YSG.N	逸仙电商	1.20	-5.51	-5.59	311	8
6601.HK	朝云集团	1.54	-5.52	-5.60	504	21
2367.HK	巨子生物	33.10	-5.70	-5.78	910	329
BZUN.O	宝尊电商	4.10	-6.82	-6.90	148	2

来源：Wind，国金证券研究所

本周黄金珠宝板块涨幅居上，其中曼卡龙、莱百股份、豫园股份、莱绅通灵等涨幅居前。


图表33：本周黄金珠宝个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300945.SZ	曼卡龙	16.88	8.48	7.44	5063	44
605599.SH	莱百股份	14.79	6.86	5.82	3833	115
600655.SH	豫园股份	7.20	5.42	4.37	11437	281
603900.SH	莱绅通灵	6.66	3.26	2.21	1337	23
002731.SZ	萃华珠宝	13.93	0.36	-0.69	2949	36
002356.SZ	赫美集团	5.25	-0.19	-1.24	8244	69
002740.SZ	ST爱迪尔	2.87	-0.35	-1.39	4595	13
600916.SH	中国黄金	11.91	-0.42	-1.46	4979	200
002345.SZ	潮宏基	6.80	-0.44	-1.48	8616	60
000026.SZ	飞亚达	11.97	-1.56	-2.61	1475	50
600612.SH	老凤祥	64.90	-1.68	-2.73	892	340
002721.SZ	金一文化	3.73	-2.10	-3.15	2873	36
002867.SZ	周大生	16.24	-2.75	-3.80	1978	178
002574.SZ	明牌珠宝	6.85	-2.84	-3.88	4116	36
0116.HK	周生生	8.86	-3.28	-4.32	87	60
1929.HK	周大福	12.78	-3.33	-4.37	2081	1,278
301177.SZ	迪阿股份	36.66	-4.68	-5.73	952	147

来源：Wind，国金证券研究所

本周教育板块涨幅居中下。

图表34：本周教育个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300192.SZ	科德教育	12.17	6.66	3.97	11191	40
300050.SZ	世纪鼎利	4.51	6.37	3.67	18816	25
000526.SZ	学大教育	29.12	5.89	3.20	4205	34
605098.SH	行动教育	42.70	3.59	0.90	981	50
002621.SZ	美吉姆	3.90	2.36	-0.33	7074	32
002599.SZ	盛通股份	8.14	0.00	-2.70	15511	44
300359.SZ	全通教育	6.19	-0.16	-2.86	5965	39
603377.SH	东方时尚	7.71	-0.90	-3.59	2054	56
002659.SZ	凯文教育	4.60	-1.29	-3.98	8053	28
600661.SH	昂立教育	9.17	-1.71	-4.41	2247	26
002607.SZ	中公教育	4.60	-2.54	-5.24	64615	284
600730.SH	中国高科	6.06	-2.73	-5.42	3448	36
600636.SH	国新文化	11.54	-2.94	-5.64	4357	51
002841.SZ	视源股份	61.25	-3.10	-5.80	669	430
600880.SH	博瑞传播	5.46	-3.36	-6.06	6968	60
300338.SZ	ST开元	5.03	-3.82	-6.52	3972	20
300235.SZ	方直科技	11.19	-4.20	-6.89	2923	28
003032.SZ	传智教育	13.87	-4.54	-7.24	3663	56
300282.SZ	ST三盛	3.07	-4.66	-7.35	3866	11
002638.SZ	勤上股份	3.28	-4.93	-7.62	13812	47
300688.SZ	创业黑马	31.07	-5.71	-8.40	4395	52
300654.SZ	世纪天鸿	11.93	-6.06	-8.76	5347	43



来源：Wind，国金证券研究所

本周商贸零售板块总体表现居上，其中中央商场、国光连锁、人人乐、国芳集团等涨幅居前。

图表35：本周商贸零售个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿)
600280.SH	中央商场	4.60	61.40	60.36	16075	52
605188.SH	国光连锁	11.26	29.87	28.83	6971	56
002336.SZ	人人乐	17.33	29.33	28.28	8068	76
601086.SH	国芳集团	5.32	15.40	14.36	16626	35
000679.SZ	大连友谊	5.95	14.42	13.38	9076	21
002251.SZ	步步高	5.25	13.39	12.35	50629	45
300755.SZ	华致酒行	25.62	10.96	9.91	1960	107
601116.SH	三江购物	13.73	10.37	9.32	20201	75
000882.SZ	华联股份	1.83	9.58	8.54	23324	50
600712.SH	南宁百货	4.16	8.90	7.86	10345	23
002356.SZ	赫美集团	5.25	-0.19	-1.24	8244	69
600729.SH	重庆百货	33.94	-0.70	-1.75	847	138
300518.SZ	盛讯达	20.98	-0.94	-1.99	1726	42
002416.SZ	爱施德	7.61	-1.04	-2.09	2017	94
600306.SH	ST商城	7.82	-1.64	-2.68	211	18
900923.SH	百联B股	0.65	-1.83	-2.87	84	82
600738.SH	丽尚国潮	5.82	-2.51	-3.56	5178	44
000829.SZ	天音控股	8.88	-2.74	-3.78	4395	91
300622.SZ	博士眼镜	22.53	-3.84	-4.89	564	39
000007.SZ	全新好	4.93	-4.09	-5.13	1738	17

来源：Wind，国金证券研究所

4、原材料价格跟踪

棕榈油：本周五（07.21）价格较上周五上涨 0.17%，较高点（去年 6 月 8 日）下降 51.7%。

原油价格：本周五价格较上周五上涨 0.74%。

PP 指数：本周五较上周五下跌 1.45%。

黄金 Au99.99：本周五收盘价 458.33 元/克，较上周五上涨 0.75%。

图表36：棕榈油平均价（元/吨）

图表37：原油价格（美元/桶）

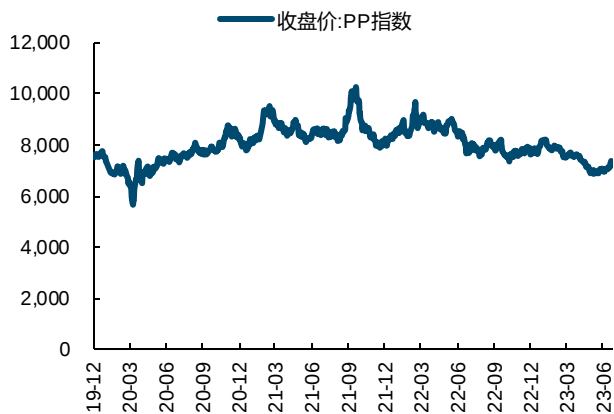


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

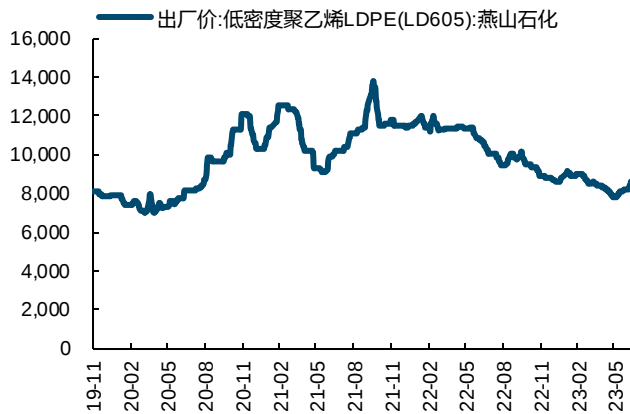


图表38: PP 指数



来源: Wind, 国金证券研究所

图表39: LDPE 出厂价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 黄金 (Au99.99) 行情走势



来源: 上海黄金交易所, 国金证券研究所

图表41: 白银 Ag (T+D) 本周收盘价格趋势



来源: 上海黄金交易所, 国金证券研究所

5、新股追踪

5.1、新股 IPO 进度追踪


图表42：近期新股 IPO 进度概览

证券代码	证券简称	所属 wind 行业	IPO 进展	网上申购日	预计募资规模
A 股 IPO					
A16321.SH	毛戈平	个人用品	23.3.3 再次提交招股书	-	11.21 亿元
A22092.SH	润本股份	个人用品	23.6.20 成功过会	-	9.03 亿元
A22690.SH	轩凯生物	生物科技	23.5.18 已被问询并回复	-	7.69 亿元
A22127.SH	鼎龙科技	基础化工	23.7.19 成功过会	-	7.65 亿元
A20675.SZ	格林生物	基础化工	23.6.29 已问询	-	3.75 亿元
301376.SZ	致欧科技	互联网零售	23.6.21 已上市	23.6.12	实际 9.9 亿元
A23178.SZ	湃肽生物	生物科技	23.6.28 提交招股书	-	12.45 亿元
832982.BJ	锦波生物	生物科技	23.7.14 发行完成	23.7.10	实际 2.82 亿元
301371.SZ	敷尔佳	化妆品制造	23.7.20 开启申购	23.7.20	实际 22.32 亿元
-	蒂螺医疗	医疗保健用品	23.6.15 上市辅导备案	-	-
-	兰树股份	化妆品制造	22.12.23 上市辅导备案	-	-
港股 IPO					
2487.HK	科笛-B	生物科技	23.6.12 已上市	23.5.31	实际 3.93 亿港元
6683.HK	巨星传奇	互联网零售	23.7.13 已上市	23.6.30	实际 2.45 亿港元
美股 IPO					
KVUE.N	Kenvue	医疗保健用品	23.5.4 纽交所挂牌上市	-	实际 42.29 亿美元

来源：wind、国金证券研究所

5.2、新股业务、业绩概览

■ 毛戈平

业务简介：公司主要从事 MAOGEPING 与至爱终生两大品牌彩妆、护肤系列产品的研发、生产、销售及化妆技能培训业务。其中：MAOGEPING 品牌定位为高端品牌，以中高端百货专柜直营模式为主，是面向都市女性的本土高端化妆品品牌；至爱终生品牌以经销模式为主，定位于二、三线城市的女性消费者，致力于提升公司产品的覆盖群体及销售区域。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 8.81 亿元增长至 16.82 亿元，CAGR 达 38.11%；归母净利润由 1.98 亿元增长至 3.49 亿元。

■ 润本股份

业务简介：公司主要从事驱蚊类、个人护理类产品的研发、生产和销售，目前已形成驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品三大核心产品系列。主要通过天猫、京东、抖音、唯品会、拼多多等大型电商平台合作，采用线上直销、线上平台经销、线上平台代销等互联网销售模式为消费者提供优质产品。20~22 年，线上渠道 3 对销售收入的直接贡献度分别为 78.73%、77.72%和 78.04%。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 4.43 亿元增长至 8.56 亿元，CAGR 达 39.04%；归母净利润由 0.95 亿元增长至 1.6 亿元。

■ 轩凯生物

业务简介：公司立足于工业生物技术、合成生物学的持续研发和产业化，主要产品为生物助剂产品（主要由单一成分物质构成，如聚谷氨酸、枯草芽孢杆菌、壳寡糖等）和生物制剂产品（不同成分物质根据配方组合形成）。其中，公司生物助剂产品覆盖微生物（枯草芽孢杆菌等）、微生物分泌物（聚谷氨酸等）、酶催化产物（壳寡糖等）等多类多品种产品，同时根据终端应用领域需求情况研发相应的产品配方，针对植物营养领域形成一系列生物制剂产品，并逐步向动物营养、日化、食品等其他领域进行拓展。

近年业绩：22H1 营业收入为 1.9 亿元，归母净利为 2967.52 万元。19~21 年，营业收入由 1.12 亿元增长至 2.53 亿元，CAGR 达 39.04%；归母净利由 2898.11 万元增长至 4552.86 万元。

■ 鼎龙科技



业务简介: 公司是一家专业从事精细化工产品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品按下游应用领域可分为染发剂原料、植保材料、特种工程材料单体等。染发剂原料产品主要用于生产染发剂，是全球最主要的染发剂原料生产商之一，与全球知名染发剂制造商欧莱雅、汉高、科蒂等建立了深度合作关系，相关产品的市场占有率稳居行业前列。在植保材料领域，与组合化学、ARYSTA 等知名企业建立了稳定合作关系。公司已成功切入特种工程材料领域，与三井化学等客户建立了良好的合作关系，是国内少数具备自主生产 PBO 单体能力的厂家。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 6.44 亿元增长至 8.31 亿元，CAGR 达 13.61%；归母净利润由 0.83 亿元增长至 1.51 亿元。

■ 格林生物

业务简介: 公司自设立以来一直专注于生物源香料和全合成香料的研发、生产与销售，形成了松节油、柏木油和全合成香料三个产品系列，具体产品主要包括檀香、甲基柏木酮、突厥酮系列等近 40 个细分品种，主要作为配制日化香精的原料。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 5.4 亿元增长至 6.3 亿元，CAGR 达 8.11%；归母净利润由 6442.96 万元增长至 6813.69 万元。

■ 致欧科技

业务简介: 公司主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。公司以“全球互联网家居领先品牌”为长期发展战略定位，对标“宜家”的线上一站式家居品牌，产品不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 39.71 亿元增长至 54.55 亿元，CAGR 达 17.21%；归母净利润分别为 3.8、2.4、2.5 亿元。

■ 湃肽生物

业务简介: 公司主要从事多肽产品的研发、生产、销售及相关服务，是一家具备先进、高效的多肽合成、纯化和规模化生产能力的国家级专精特新“小巨人”企业。目前，公司产品及服务主要包括多肽化妆品原料和多肽医药产品及相关服务。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 0.86 亿元增长至 2.15 亿元，CAGR 达 57.83%；归母净利润由 1240.30 万元增长至 7169.03 万元。

■ 锦波生物

业务简介: 公司的主营业务为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。公司的重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品分别基于公司自主研发的重组 III 型胶原蛋白及酸酐化牛 β -乳球蛋白为核心成分。公司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。公司终端产品主要应用在妇科、皮肤科、外科、五官/口腔科、肛肠科、护肤等不同应用场景中。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 1.61 亿元增长至 3.9 亿元，CAGR 达 55.78%；归母净利润由 0.32 亿元增长至 1.09 亿元。

■ 敷尔佳

业务简介: 公司主要从事专业皮肤护理产品的研发、生产和销售。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、冻干粉等多形态产品。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。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 15.85 亿元增长至 17.69 亿元，CAGR 达 5.65%；归母净利润由 6.48 亿元增长至 8.47 亿元。

■ 科笛-B

业务简介: 公司是一家专注于皮肤学的研发型生物制药公司，侧重于广泛皮肤病治疗及护理治疗领域，包括局部脂肪堆积管理药物、毛发疾病及护理、皮肤疾病及护理以及表皮麻醉。公司拥有一项核心产品及八项其他管线候选产品。核心产品 CU-20401 是一种可针对脂肪堆积的重组突变胶原酶，脂肪堆积是代谢疾病（如肥胖及超重）的表现。

近年业绩：21~22 年，营业收入由 203.8 万元增长至 1136.6 万元；归母净利润与综合收益



分别为-3.20、-5.56 亿元。

■ 巨星传奇

业务简介：公司业务营运包括新零售分部、IP 创造及营运分部。其中，新零售业务专注于低碳水化合物健康管理产品以及护肤品的开发及销售；IP 创造及营运业务包括 IP 内容创作及管理业务、IP 许可及销售相关产品。

近年业绩：20~22 年，营业收入分别为 5.43、4.47、3.85 亿港元；归母净利分别为 0.93、0.53、0.68 亿港元。

■ 蒂螺医疗（上海蒂螺医疗器械股份有限公司）

业务简介：公司主要从事三类医疗器械产品（彩色隐形眼镜）的研发、生产和销售工作，在上海、吉林、苏州、西安、韩国均设有研发、生产和销售中心。目前蒂螺集团共有员工 800 余人。蒂螺集团持有内面覆膜专利技术发明专利，目前在彩色隐形眼镜镜片的设计和生 产等综合能力方面在行业中处于优势。

■ 兰树股份（兰树化妆品股份有限公司）

业务简介：公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的化妆品公司，旗下拥有“淮树”、“一清堂”、“心清堂”和“水姻缘”四大品牌。目前，公司拥有全国省级经销商公司 80 余家，线下 CS 及专业美容院签约合作门店 2 万余家，覆盖全国大部分城市、县城及 1 万多个城镇。

■ Kenvue

业务简介：公司为强生旗下子公司，主要负责消费者健康业务，涵盖皮肤健康及美容、基础健康、个人护理三大业务板块，其中皮肤健康及美容板块，包括露得清、艾惟诺、城野医生、大宝等在内的 16 个品牌。

近年业绩：20~22 年，营业收入由 144.67 亿美元增长至 149.5 亿美元；净利润分别为-8.79、20.31、20.87 亿美元。

6、行业公司动态

6.1、行业动态

6.1.1、美容护理

■ “A 股重组胶原蛋白第一股”锦波生物敲钟，市值 85.69 亿

据医美行业观察：7 月 20 日，山西锦波生物医药股份有限公司（以下简称“锦波生物”）在北交所敲钟上市。截至上市日收盘，锦波生物股价报 127.25 元/股，总市值达 85.69 亿元。

■ 敷尔佳开启申购，拟登陆深交所创业板

据医美行业观察：7 月 20 日，“敷尔佳”（301371）开启申购，拟登陆深交所创业板。此次敷尔佳 55.68 元/股，上限 0.75 万股，发行总数为 4008 万股，其中网上发行数量为 762 万股。本次敷尔佳发行募集资金投资项目额为 18.98 亿元，拟募集资金投入 18.97 亿元，主要募投项目分别是生产基地建设项目、研发及质量检测中心建设项目、品牌营销推广项目以及补充流动资金。

■ Inter Parfums 拿下 Cavalli 香水的全球独家授权

据美通社：7 月 20 日，在世界皮肤病学大会之后，SK-II 成立了首个 PITERA™（一种采用 SK-II 专有酵母发酵工艺制成的天然成分）科学专家小组，以表彰与 SK-II 合作推进皮肤衰老科学的一些世界顶级皮肤科医生。此外，SK-II 为庆祝 PITERA™ 科学专家小组成立，还推出了受皮肤衰老研究发现和启发的全新抗衰老产品 SKINPOWER Advanced Cream。

■ 润百颜白纱布次抛 2.0 正式上市

据润百颜公众号：7 月 21 日，润百颜白纱布次抛实现 2.0 升级，2.0 产品选取 12 种修护成分+2 大独家成分重新诠释四重屏障修复系统。同时，产品利用韧颜玻 nHA、韧颜舒等独家原料增厚屏障同时，解决皮肤热、痛、痒问题；采用水脂仿生技术加快精华进入速度。白纱布面膜 2.0 也同步上市。

■ LVMH 私募基金投资纯净美妆品牌 Irene Forte Skincare



据 WWD：意大利护肤品牌 Irene Forte Skincare（下称：Irene Forte）获 LVMH 私募基金 L Catterton 的少数股权投资。Irene Forte 成立于 2018 年，起初专为五星级酒店的护肤中心提供护肤品，随后逐渐面向大众消费者。Irene Forte 有多款畅销产品，包括开心果面膜、芙蓉精华素等。该品牌在 2022 年的零售额达到约 200 万美元（约合人民币 1436 万元），同比增长 100%。

6.1.2、黄金珠宝

■ 6 月珠宝零售持续增长

据国家统计局：6 月我国社会消费品零售总额 39,951 亿元，同比增长 3.1%，除汽车以外的消费品零售额 35,426 亿元，同比增长 3.7%。从限额以上单位金银珠宝类商品零售总值来看，6 月同比增长 7.8%至 267 亿元；上半年累计数据同比增长 17.5%至 1,689 亿元，占限额以上单位商品零售增幅第一。

■ 《中国黄金首饰市场报告 2023》发布

据中宝协基金：7 月 14 日，由中国黄金协会主办、深圳市罗湖区人民政府支持的《中国黄金首饰市场报告 2023》暨《足金手表》团体标准发布会在深圳市罗湖区水贝壹号成功举办，发布会对《中国黄金首饰市场报告 2023》和《足金手表》标准的主要内容进行了解读。

■ 2023 珠宝产业创新发展圆桌座谈成功举办

据中宝协基金：7 月 18 日，由中宝协与新华网联合主办的 2023 珠宝产业创新发展座谈会在京成功举办。座谈会上，中宝协与新华网签订《新华网与中国珠宝玉石首饰行业协会框架协议合作协议》，并就中国品牌建设黄金珠宝品牌价值评价体系构建、行业未来发展趋势等议题进行了研讨。

■ Swatch 上半年销售额实现增长

据中宝协基金：瑞士奢侈钟表集团 SWATCH 发布了截至 2023 年 6 月的上半年财务数据。报告期内，公司净销售额同比增长 18.0%至 40.19 亿瑞士法郎；净利润同比增长 55.6%至 4.98 亿瑞士法郎，其中，珠宝和手表销售额同比增长 12.0%至 38.5 亿瑞士法郎。

■ 印度成品钻出口持续低迷

据（GJEPC）数据：6 月印度成品钻石出口额同比下降 32.0%至 13.80 亿美元，出口量同比下降 29.0%至 150 万克拉，出口平均价格同比下降 4.0%至 917 美元/克拉。1-6 月，印度成品钻石出口额同比下降 22.0%至 98.40 亿美元，出口量同比下降 18.0%至 1100 万克拉，出口平均价格同比下降 5.0%至 896 美元/克拉。

6.1.3、教育

■ 学而思与乐高教育达成战略合作

据学而思官微：学而思与乐高教育宣布双方成为战略合作伙伴，将在产品、课程、师训、品牌等多方面展开合作。学而思机器人编程课程已经在北京、上海、广州、长沙、杭州、天津落地，学而思编程将引进乐高为教具。学而思小学阶段设有 SPIKE 机器人编程课程，将使用乐高推出的 SPIKE 基础科创套装。

■ 纷享销客完成 3000 万美元战略融资

据鲸媒体：CRM SaaS 项目纷享销客宣布完成 3000 万美元的战略融资，投资方为贵州省创新赋能大数据基金。纷享销客成立于 2011 年，创始人兼 CEO 为新京报前常务副总裁罗旭，联合创始人李全良（COO）、刘晨（CTO）。早期投资人之一、网易前副总裁杨斌于 2021 年 9 月加盟任总裁。纷享销客在教育板块提供连接型一体化 CRM 平台，有效解决教育培训行业从招生引流、咨询转化、签约回款、教学服务到复购转介绍，全流程的营销管理痛点。

■ 海南：对教育类应用开展专项治理工作

据海南省网信办：海南省网信办针对未成年人用户数量较大、对未成年人影响大的网络游戏与学习教育类移动应用程序进行专项巡查检测，检测结果显示，“非常猜题”“疯狂的成语”“睿知点”“全网免费作文大全”“开心成语”“小鹰爱学等 23 款 APP、“高米国际早期综合教育品牌”“番贝贝托育早教中心”“海南七田真”3 款小程序均不同程度存在非法获取、超范围收集、过度索权等违法违规收集使用个人信息行为，集中向社会通报并责令相关运营单位限期整改。

■ Alef Education 正在考虑进行 IPO



据彭博社:总部位于阿布扎比的教育科技公司 Alef Education 正在考虑在阿联酋进行 IPO。Alef Education 为幼儿园至 12 年级的学校和学生提供服务,包括学习平台、课程设计、教师专业发展和人工智能技术。目前,它为阿联酋、美国、摩洛哥和印度尼西亚的学校提供服务。由于中东地区近年来涌入了大量新移民,Alef Education 的业绩快速增长。知情人士称该公司已与顾问就潜在上市事宜进行了初步谈判,最早可能于明年进行 IPO。

■ 在线语言学习平台 Preply 最新获投 7000 万美元

据鲸媒体:在线语言学习平台 Preply 宣布获得 7000 万美元追加投资(股权和债务资本),新资金使其 C 轮融资额达到 1.2 亿美元,该公司在去年 C 轮融资中曾获投 5000 万美元。本轮股权部分由风投机构 Horizon Capital 领投,Reach Capital、Hoxton Ventures 等机构参投。本轮融资后,该公司计划将更多的人工智能技术融入到产品中。

6.1.4、商贸零售

■ 法国品牌 études 深圳首店落地深圳万象天地

据联商网:7月17日,法国时尚品牌 études 中国限定城市企划店正式在深圳万象天地开业,这也是品牌继北京东安睿锦后,在中国市场开出的第二家门店。门店与巴黎建筑工作室 Hugo Haas Studio 合作设计,面积共计 120 平方米,集合了品牌成衣、包袋、帽饰等产品。

■ 法国轻奢时装集团 SMCP 入驻京东

据联商网:7月21日,SMCP 集团正式入驻京东,旗下品牌 SANDRO、MAJE、CLAUDIE PIERLOT 京东官方旗舰店全面开启运营,将陆续带来 4000 余款法式穿搭新品、爆款,涵盖连衣裙、针织衫、法式衬衣等超 30 个品类。

■ 亚马逊南非站点或上线在即

据 MyBroadband:亚马逊在南非启动大规模招聘,此次共招聘包括市场经理、市场总监、供应商管理、项目经理等 31 个全职职位。亚马逊正在积极推进“Project Fela”计划,亚马逊南非站或上线在即。

■ Lazada 再获阿里 8.45 亿美元注资

据 ACRA:东南亚电商平台 Lazada 获得阿里巴巴 8.45 亿美元注资(约合人民币 61 亿元)。2016 年被阿里收购后,Lazada 已获得阿里 7 次注资,总计约 58 亿美元。阿里对其的控股比例目前达到 83%。

■ 美团再出手大模型,独家投资「智谱 AI」

据 36 氪:AI 大模型公司智谱华章数月前已完成 B-2 轮融资,金额为数亿人民币,由美团战投独家投资,该轮投后估值为近 5 亿美金,智谱后续几轮融资也陆续完成。

6.2、公司公告

图表43: 本周上市公司重点公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
美容护理板块			
科思股份	7月21日	限售流通	解除限售股份 1.1 亿股,占总股本的 65%,上市流通日期 7/24。
丽人丽妆	7月21日	股东减持	股东 CrescentLily 减持 144 万股,占比 0.36%,减持计划实施完毕。
黄金珠宝板块			
飞亚达 B	7月18日	股票回购	截至 23.7.17,公司累计回购 B 股 425.65 万股,占公司总股本的 1.02%。
豫园股份	7月19日	股票解质	复地投资解质 2500 万股,占比 0.64%。



飞亚达	7月20日	高管减持	高管刘晓明减持7万股，占比0.0169%。
迪阿股份	7月21日	业绩预告	预计23年Q2营收5.21~5.39亿元，同比下降37.68~39.74%；归母净利亏损4646.18~5766.89万元，同比22Q2由盈转亏。
教育板块			
传智教育	7月18日	股东减持	股东上海创稷后续拟减持不超过287.34万股，占比0.71%；天津心意云拟减持不超过600万股，占比1.490878%。
天立国际控股	7月19日	高管增持	执行董事、主席兼行政总裁罗实增持67.9万股，占比0.03%。
中公教育	7月20日	股东减持	康祺资产07/12~07/18累计减持6142.95万股，占比0.996%。
天立国际控股	7月21日	股票回购	拟动用不超过2亿港元进行回购。
商贸零售板块			
吉峰科技	7月18日	合资设立公司	全资子公司吉峰聚能拟与北京旗岳共同合作出资，设立四川华网吉峰新能源开发有限公司，注册资本1000万元，子公司出资比例80%。
海印股份	7月18日	股票解质	股东海印集团解质10万股，占比0.004%。
美凯龙	7月18日	股利分配	拟每10股派0.34元，股权登记日7/21。
农产品	7月19日	子公司增资	对全资子公司深港蔬菜增资5000万港元。
泡泡玛特	7月20日	业绩预告	1H23收入同增不低于18%，盈利同增不低于40%。
合肥百货	7月20日	新设公司	全资子公司安徽百大易商城拟设立跨境保税公司。
汇嘉时代	7月20日	股票解质	潘锦海解质3570万股，占比7.59%。
青木股份	7月21日	股票质押/解质	股东孙建龙解质后质押200万股，占比3%。

来源：Wind，国金证券研究所

7、风险提示

7.1、美容护理

营销发展不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期：22年抖音快速放量、线上平台多元化发展。抖音生态与淘系不同，品牌能否快速学习抖音法则、做好GMV及实现盈利，存在一定的不确定性。

7.2、黄金珠宝

终端零售不及预期：黄金珠宝行业增量主要来自悦己需求的增长、可选属性强，终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期：当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店、下沉市场。行业竞争激烈、头部集中趋势延续，加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。



7.3、教育

政策波动风险：教育政策对 K12、职教、高教行业都有一定程度影响，若政策波动，或将影响公司业绩。

AI 赋能教育不及预期风险：当前 AI 赋能情绪高涨，若赋能/降本增效不及预期，或将影响板块估值/公司业绩。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服



【公众号】
国金证券研究