



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

创尔生物转战北交所，关注乖宝宠物上市进展

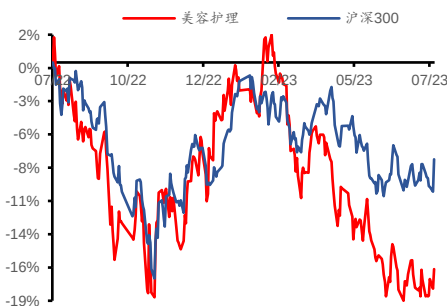
——美容护理行业周报（20230724-0728）

增持（维持）

行业：美容护理
日期：2023年07月30日

分析师：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001
联系人：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870123050017

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《23H1 化妆品社零同增 8.6%，关注国产溶脂针上市进展》

——2023 年 07 月 23 日

《医用敷料龙头敷尔佳即将开启申购，关注近期美妆公司上市进展》

——2023 年 07 月 16 日

《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

主要观点

化妆品板块：

欧莱雅：2023H1 业绩增长亮眼，中国大陆市场贡献业绩增长。

集团公布 2023H1 及 2023Q2 财报。2023H1 销售额为 205.7 亿欧元（约合 1620.51 亿元人民币），同增 13.3%，营业利润达 42.59 亿欧元（约合 335.41 亿元人民币），同增 13.7%，实现双位数增长。其中，2023Q2 销售额为 101.94 亿欧元（约合 802.8 亿元人民币），同增 13.7%。

分部门看，大众化妆品部成为第一大部门，皮肤科学美容部增速最高。2023H1，欧莱雅集团高档化妆品部、大众化妆品部、专业美发产品部以及皮肤科学美容部均实现显著增长。大众化妆品部销售额达 76.87 亿欧元（约 605.23 亿元人民币），同增 15%，是除皮肤科学美容部，唯一增速取得两位数的部门，成为销售额最高的部门。而皮肤科学美容部销售额 32.85 亿欧元（约 258.68 亿元），实现同增 29%，为四大业务部门中增速最高的部门。主要系该部门高度互补的品牌组合，以及对医疗和处方领先地位的持续追求。皮肤科学美容部在所有地区都取得了显著的进步，在新兴市场和欧洲的表现尤为突出。高档化妆品部门与专业美发产品部销售额分别为 72.88、23.14 亿欧元，分别同增 7.6%、7.6%。

分地区看，中国市场表现强势，北亚地区增速垫底。欧洲以 64.91 亿欧元（约 511.18 亿元）销售额，成为销售额最高的地区。而 SAPMENA - SSA（南亚、中东、北非、撒哈拉以南非洲）和拉丁美洲虽然销售额贡献相对较少，但增速并列第一，同增 23.6%。北亚地区销售额为 56.53 亿欧元，同增 3.9%，成为集团唯一一个位数增长的地区。2023Q2，中国大陆市场持续复苏，集团所有渠道和部门实现了强劲增长，主要得益于新品牌的引入，以及渠道创新、向新城市逐步扩张。随着中国香港中国大陆游客的增加，集团在该地区仍然保持强劲增长。

医美板块：

创尔生物：胶原蛋白医用敷料龙头，转战北交所再冲 IPO。7 月 24 日，创尔生物发布公告称，公司于 21 日完成辅导备案，拟在北交所上市。公司成立于 2002 年，是我国胶原贴敷料产品的开创者，拥有全国首款无菌 III 类胶原贴敷料，先发优势显著。主攻宣称具有三螺旋结构的动物源胶原蛋白，旗下拥有创福康、创尔美两大品牌，其中创福康以械字号为主，旗下产品包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等，创尔美则以妆字号为主，旗下产品包括胶原多效修护面膜、胶原多效修护原液等。2020-2022 年，公司分别实现营收 3.03、2.40、2.44 亿元，同比增速分别+0.22%、-20.80%、+1.40%。归母净利润分别实现 0.92、0.34、0.35 亿元，同比增速分别+26.32%、-62.73%、+0.19%。

公司深耕医用胶原蛋白领域，建立全国医用胶原敷料领先地位。创尔生物在 2002 年率先进入活性胶原领域，2004 年推出全国首款胶原贴

敷料医疗器械产品，成为我国胶原贴敷料产品的开创者，2010 年研发出首个第三类植入性医疗器械产品胶原蛋白海绵，正式进军外科市场，2016 年推出全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料，奠定了其在全国医用胶原敷料领域的领先地位。公司在医疗机构渠道覆盖率高，产品广泛应用于医疗机构的皮肤科、烧伤科、整形科等科室，被众多患者、医生、学者高度认可。据创尔生物招股书，截至 2019 年末，公司产品已覆盖全国 29 个省份、直辖市、自治区，覆盖超过 320 家三甲医院，全国百强医院覆盖率达到 47%。与此同时，天猫平台粉丝数量超过 120 万人。

医疗器械占比持续提升，直销渠道逐步发力。公司主要布局医疗器械领域和护肤品领域，医疗器械仍是其主要业务，2022 年，医疗器械业务营业收入为 1.79 亿元，同增 1.07%，在总营收中占比 73.66%。护肤品业务主要包括创福康、创尔美两个品牌，2022 年营收为 0.64 亿元，同增 5.08%。公司围绕天然胶原进行公司核心产品布局，胶原蛋白产品为公司主营产品，占总营收比例最高，2020-2022 年分别为 85.67%、91.40%和 96.73%。分渠道看，直销模式收入占比逐年上升，2019 年超过经销成为主要收入模式，2021 年直销收入占比为 65.43%。直销模式以线上直销为主，主要通过天猫、京东等电商平台以及公司自营平台销售产品；经销模式以线下经销为主，主要实行买断式销售，包括推广配送经销模式和配送经销模式。

新消费板块：

乖宝宠物：国产宠物食品龙头，拟公开发行股票

国产宠物食品龙头，深耕宠物食品十余年。乖宝宠物成立于2006年，从事宠物食品的研发、生产和销售，主营宠物犬用和猫用多品类宠物食品。成立之初从事境外宠物食品代加工，产品销往欧美、日韩等三十多个国家和地区，主要客户包括沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。2013年创建自有品牌“麦富迪 Myfoodie”，公司在国内、泰国拥有两大生产基地，建设有自动化智能化生产线、个性化定制生产线、智能仓储、物流电商中心与辐照中心，建立了完善的原料供应和品质控制体系。

公司业绩保持较强增长韧性。2018-2023Q1实现营收分别为12.21/14.03/20.13/25.75/33.98/9.05亿元，2018-2022年CAGR为29%。2018-2023Q1年归母净利润分别为0.45/0.04/1.11/1.40/2.67/0.85亿元，2018-2022年CAGR为56%。我们认为，2019年利润下滑幅度较大，主要系美国进口关税提升15%，叠加宠物零食原材料成本上涨、公司加大营销投入（销售费用率提升至17.5%）。2020年后公司加大拓展海外新客户及自有品牌影响力释放，营收同比大增43.5%；伴随原材料价格回落以及泰国工厂产能利用率提升，净利润大幅回升至1.11亿元。

拟公开发行股票，全产业链宠粮龙头前景可期。7月26日，乖宝宠物首次公开发行股票并在创业板上市初步询价及推介公告，拟公开发行股票数量为4000.45万股，占本次发行后股份总数的10.00%，全部为公开发行新股，发行人原股东不公开发售其所持股份，此次公开发行后总股本约为4亿股。此次公开发行初始战略配售数量为200.02万股，占发行数量的5.00%。相对于其他宠物赛道品牌商，乖宝在自有品牌的同时有着海外代工经验，并且已经建设了相对完备的主粮、零食生

产线。随着上市进程的加快，公司产品市场占有率有望得到进一步提升，全产业链实现可持续发展。

■ 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**，具有核心专利技术，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；上市公司经营水平不及预期风险；第三方数据统计口径差异风险；重要股东减持风险。

目 录

1 本周市场回顾（20230724-0728）	5
1.1 板块行情回顾	5
1.2 个股行情回顾	5
2 行业趋势及重点公司跟踪	6
2.1 化妆品板块	6
2.2 医美板块	7
2.3 新消费板块	12
3 行业新闻及公司公告	14
3.1 行业新闻	14
3.2 公司公告	18
4 风险提示：	21

图

图 1：本周市场表现（%）	5
图 2：申万美容护理子行业表现（%）	5
图 3：申万一级行业表现（美妆）（%）	5
图 4：指数成分股涨幅（美妆）（%）	6
图 5：指数成分股跌幅（美妆）（%）	6
图 6：创尔生物营业收入及增速	8
图 7：创尔生物归母净利润及增速	8
图 8：胶原蛋白发展历史	9
图 9：2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径规模细分（按零售额计）	9
图 10：2017-2027E 中国专业皮肤护理产品市场规模（按零售额计，单位：十亿元）	10
图 11：创尔生物股权结构图（截至 2022 年年报）	10
图 12：创尔生物分业务领域收入占比，%	11
图 13：创尔生物分产品收入占比，%	11
图 14：创尔生物分渠道收入占比	11
图 15：创尔生物销售利润率情况	12
图 16：创尔生物费用率情况，%	12
图 17：乖宝宠物主业绩变化情况	13
图 18：乖宝宠物利润率变化情况，%	13
图 19：乖宝宠物费用率变化情况	13

表

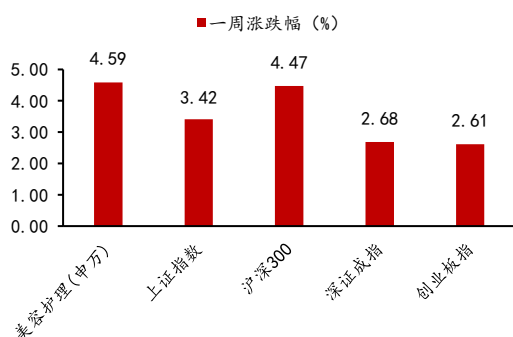
表 1：欧莱雅集团四大业务部门业绩情况	7
表 2：欧莱雅集团分地区业绩情况	7

1 本周市场回顾（20230724-0728）

1.1 板块行情回顾

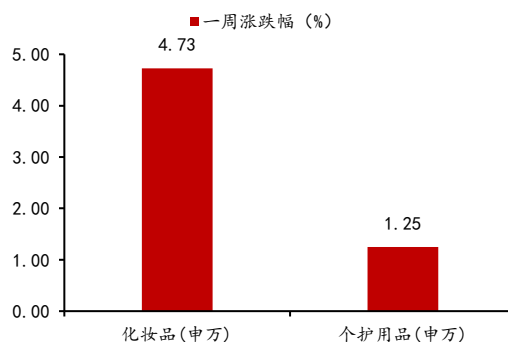
本周（20230724-0728）申万美容护理行业指数较上周上涨 4.59%，板块整体跑赢上证指数 1.17 个百分点；板块整体跑赢沪深 300 指数 0.12 个百分点。上证指数上涨 3.42%，沪深 300 上涨 4.47%，深证成指上涨 2.68%，创业板指上涨 2.61%。在 31 个申万一级行业中，美容护理排名第 7。本周美容护理各二级行业中，化妆品上涨 4.73%，个护用品上涨 1.25%。

图 1：本周市场表现（%）



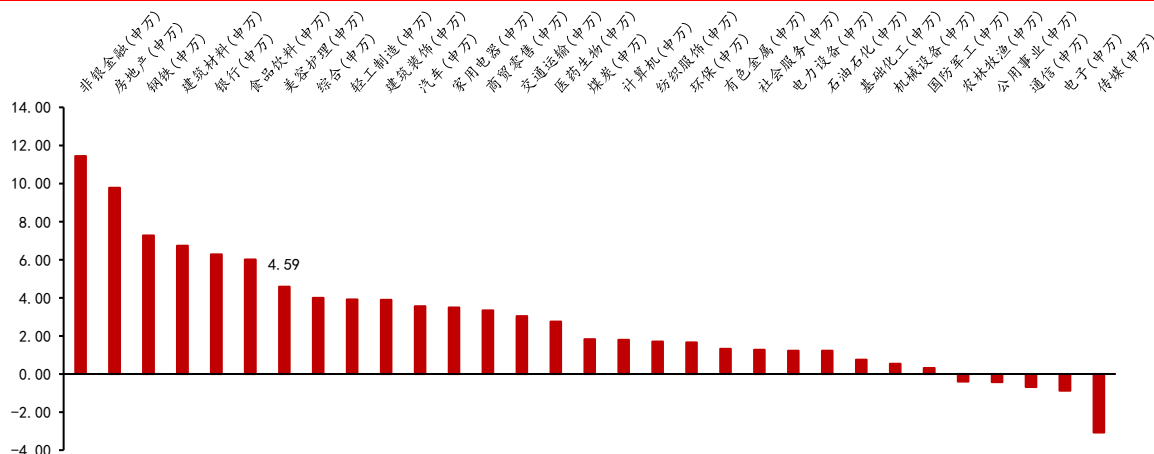
资料来源：Wind，上海证券研究所

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）（%）



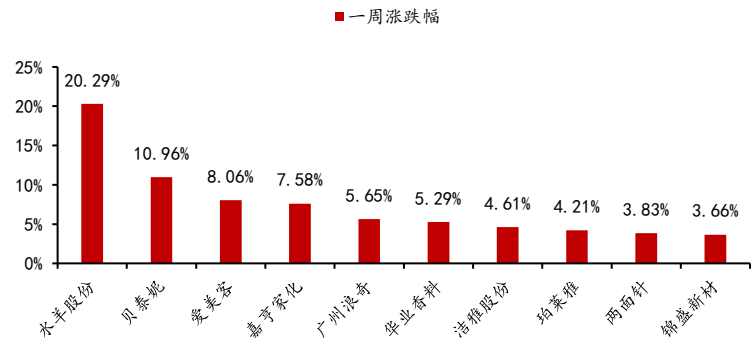
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 个股行情回顾

本周（20230724-0728）美容护理行业个股涨跌幅中，排名前五的公司分别为水羊股份上涨 20.29%、贝泰妮上涨 10.96%、爱美客上涨 8.06%、嘉亨家化上涨 7.58%、广州浪奇上涨 5.65%；

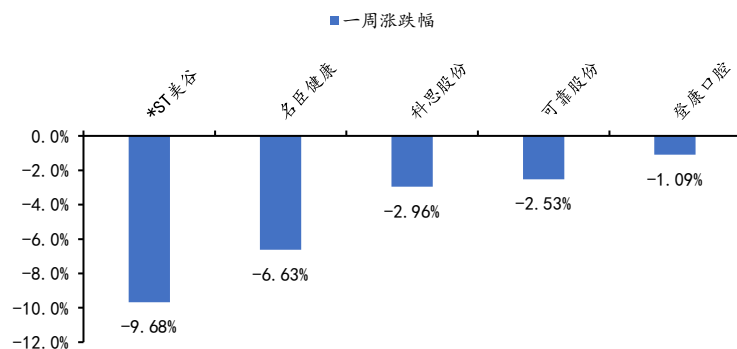
排名后五的个股为*ST美谷下跌 9.68%、名臣健康下跌 6.63%、科思股份下跌 2.96%、可靠股份下跌 2.53%、登康口腔下跌 1.09%。

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

欧莱雅：2023H1 业绩增长亮眼，中国大陆市场贡献业绩增长。

欧莱雅集团公布了 2023H1 及 2023Q2 财报。2023H1 销售额为 205.7 亿欧元（约合 1620.51 亿元人民币），同增 13.3%，营业利润达 42.59 亿欧元（约合 335.41 亿元人民币），同增 13.7%，实现双位数增长。其中，2023Q2 销售额为 101.94 亿欧元（约合 802.8 亿元人民币），同增 13.7%。

分部门看，大众化妆品部成为第一大部门，皮肤科学美容部增速最高。2023H1，欧莱雅集团高档化妆品部、大众化妆品部、专业美发产品部以及皮肤科学美容部均实现显著增长。大众化妆

品部销售额达 76.87 亿欧元（约 605.23 亿元人民币），同增 15%，是除皮肤科学美容部，唯一增速取得两位数的部门，成为销售额最高的部门。而皮肤科学美容部销售额 32.85 亿欧元（约 258.68 亿元），实现同增 29%，为四大业务部门中增速最高的部门。主要系该部门高度互补的品牌组合，以及对医疗和处方领先地位的持续追求。皮肤科学美容部在所有地区都取得了显著的进步，在新兴市场和欧洲的表现尤为突出。高档化妆品部门与专业美发产品部销售额分别为 72.88、23.14 亿欧元，分别同增 7.6%、7.6%。

表 1：欧莱雅集团四大业务部门业绩情况

分部门	2023Q2		2023H1	
	销售额 (百万欧元)	增速 (%)	销售额 (百万欧元)	增速 (%)
高档化妆品部	1,170.20	7.7%	2,313.70	7.6%
大众化妆品部	3,865.60	15.4%	7,687.20	15.0%
专业美发产品部	3,558.80	8.6%	7,288.40	7.6%
皮肤科学美容部	1,599.10	27.3%	3,284.80	29.0%
总计	10,193.70	13.7%	20,574.10	13.3%

资料来源：青眼号外，上海证券研究所

分地区看，中国市场表现强势，北亚地区增速垫底。欧洲以 64.91 亿欧元（约 511.18 亿元）销售额，成为销售额最高的地区。而 SAPMENA - SSA（南亚太、中东、北非、撒哈拉以南非洲）和拉丁美洲虽然销售额贡献相对较少，但增速并列第一，同增 23.6%。北亚地区销售额为 56.53 亿欧元，同增 3.9%，成为集团唯一一位数增长的地区。2023Q2，中国大陆市场持续复苏，集团所有渠道和部门实现了强劲增长，主要得益于新品牌的引入，以及渠道创新、向新城市逐步扩张。随着中国香港中国大陆游客的增加，集团在该地区仍然保持强劲增长。

表 2：欧莱雅集团分地区业绩情况

分地区	2023Q2		2023H1	
	销售额 (百万欧元)	增速 (%)	销售额 (百万欧元)	增速 (%)
欧洲	3,163.30	20.8%	6,491.00	18.2%
北美	2,638.60	9.7%	5,332.40	13.0%
北亚	2,818.70	5.9%	5,652.50	3.9%
SAPMENA - SSA	807.10	20.7%	1,647.90	23.6%
拉美	766.00	24.9%	1,450.40	23.6%
总计	10,193.70	13.7%	20,574.10	13.3%

资料来源：青眼号外，上海证券研究所

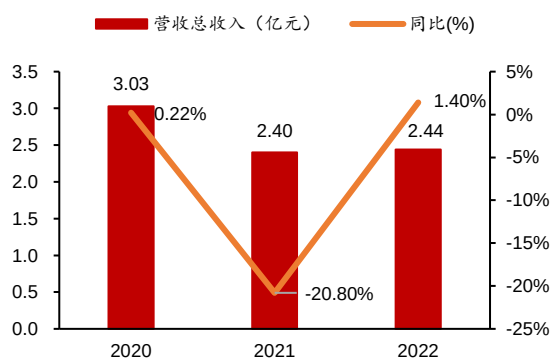
2.2 医美板块

创尔生物：胶原蛋白医用敷料龙头，转战北交所再冲 IPO

转战北交所再冲 IPO，胶原蛋白赛道热度不减。7 月 24 日，创尔生物发布公告称，公司于 21 日完成辅导备案，拟在北交所上市。创尔生物成立于 2002 年，是一家应用活性胶原生物医用

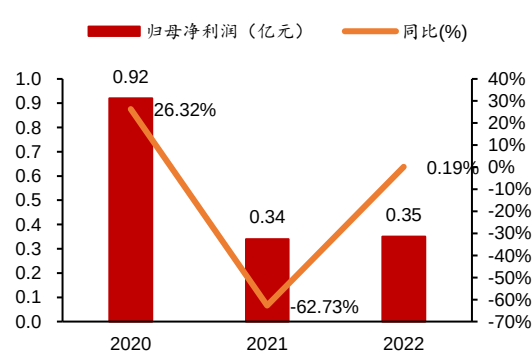
材料制备关键技术，进行活性胶原原料、医疗器械及生物护肤品的研发、生产及销售的高新技术企业，是我国胶原贴敷料产品的开创者，拥有全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料，先发优势显著。创尔生物主攻宣称具有三螺旋结构的动物源胶原蛋白，旗下拥有创福康、创尔美两大品牌，其中创福康以械字号为主，旗下产品包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等，创尔美则以妆字号为主，旗下产品包括胶原多效修护面膜、胶原多效修护原液等。公司大力开拓增长曲线，械字号与妆字号齐头并进。2020-2022年，公司分别实现营收 3.03、2.40、2.44 亿元，同比增速分别+0.22%、-20.80%、+1.40%。归母净利润分别实现 0.92、0.34、0.35 亿元，同比增速分别+26.32%、-62.73%、+0.19%。

图 6：创尔生物营业收入及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

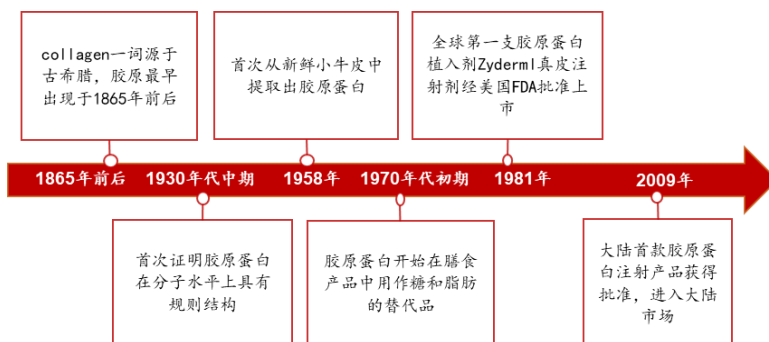
图 7：创尔生物归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

胶原蛋白历史悠久，作用广泛。胶原 (collagen) 源于古希腊，最早出现于 1865 年前后，是人体中含量最多的蛋白质，广泛分布于人体的皮肤、软骨和骨、肌腱、韧带、角膜、器官被膜、硬脑膜等结缔组织中。胶原蛋白主要起维持组织形态、修复损伤等作用，完整胶原蛋白分子量高于 300kDa，在人体内合成需要多个酶促反应。体外合成胶原蛋白的主流方法是动物提取法和基因工程合成法，后者合成的产物又可分为重组人胶原蛋白、重组人源化胶原蛋白和重组类胶原蛋白三种。

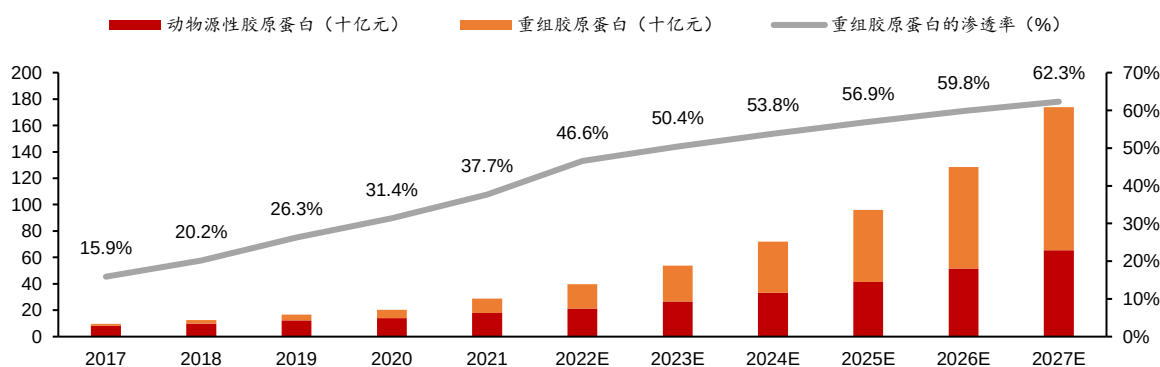
图 8：胶原蛋白发展历史



资料来源：创尔生物招股说明书，NIH，未来迹，gelatin，消费界，上海证券研究所

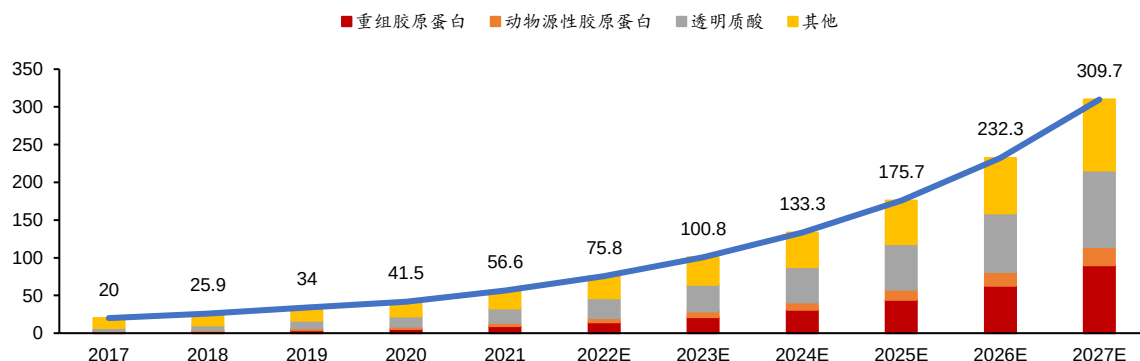
胶原蛋白行业持续高速增长，重组胶原蛋白市场渗透率持续提升。以美国、欧洲为主的发达国家胶原蛋白行业起步早应用广，处于行业的第一梯队，以中国、印度为代表的金砖国家构成第二梯队。随着国内市场应用场景不断丰富，我国胶原蛋白终端市场规模持续扩大。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年我国胶原蛋白产品市场规模约 288 亿元，预计 2027 年中国胶原蛋白产品市场为 1738 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 34.3%。重组胶原蛋白市场规模也随之明显提升，根据弗若斯特沙利文数据，2021 年中国重组胶原蛋白市场规模达到 108 亿元，渗透率为 37.7%。预计在 2027 年重组胶原蛋白将达到 62.3% 的市场渗透率，市场规模也将达到 1083 亿元。2021 年至 2027 年 CAGR 约为 46.85%。

图 9：2017-2027E 中国胶原蛋白产品市场技术路径规模细分（按零售额计）



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，上海证券研究所

图 10：2017-2027E 中国专业皮肤护理产品市场规模（按零售额计，单位：十亿元）

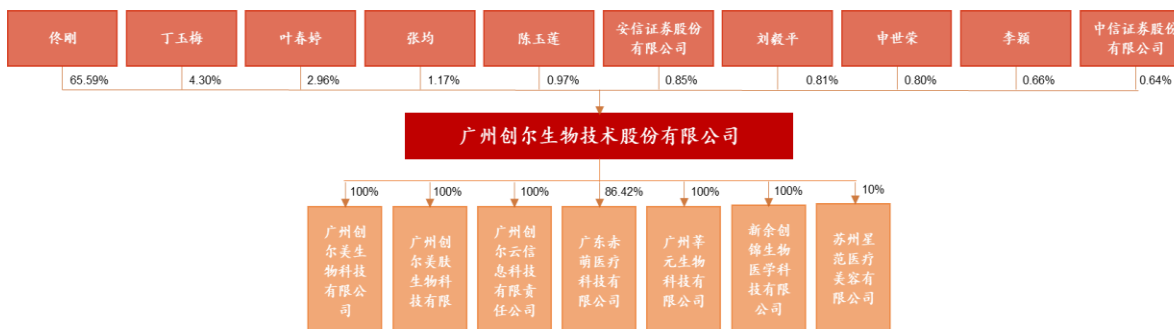


资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，上海证券研究所

公司深耕医用胶原蛋白领域，建立全国医用胶原敷料领先地位。创尔生物在 2002 年率先进入活性胶原领域，2004 年推出全国首款胶原贴敷料医疗器械产品，成为我国胶原贴敷料产品的开创者，2010 年研发出首个第三类植入性医疗器械产品胶原蛋白海绵，正式进军外科市场，2016 年推出全国首款无菌Ⅲ类胶原贴敷料，奠定了其在全国医用胶原敷料领域的领先地位。公司在医疗机构渠道覆盖率高，产品广泛应用于医疗机构的皮肤科、烧伤科、整形科等科室，被众多患者、医生、学者高度认可。据创尔生物招股书，截至 2019 年末，公司产品已覆盖全国 29 个省份、直辖市、自治区，覆盖超过 320 家三甲医院，全国百强医院覆盖率达到 47%。与此同时，天猫平台粉丝数量超过 120 万人。

股权高度集中且稳定。公司股权结构稳定，截至公司 2022 年年报，公司实控人为佟刚，持股比例为 65.59%，除佟刚外，无其他股东直接持股超过 5%，股权高度集中。第二大股东为丁玉梅，持股比例为 4.30%；第三大股东为叶春婷，持股比例为 2.98%。公司前三大股东近五年未发生改变，股权结构较为稳定。

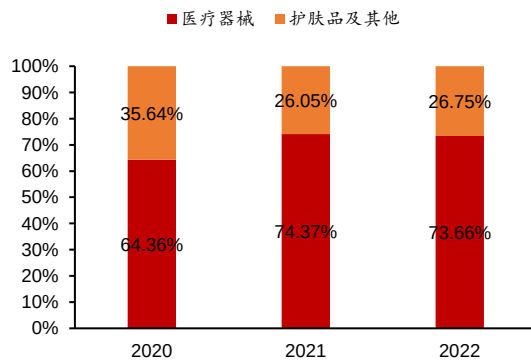
图 11：创尔生物股权结构图（截至 2022 年年报）



资料来源：Wind，创尔生物 2022 年年报，爱企查，上海证券研究所

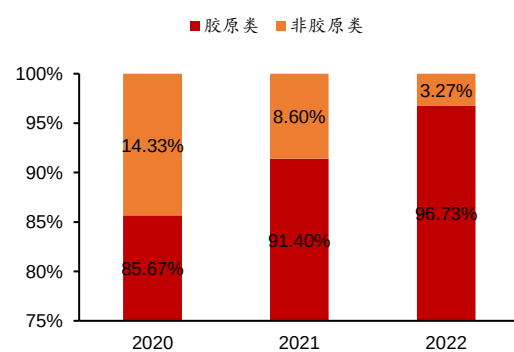
医疗器械占比持续提升，直销渠道逐步发力。公司主要布局医疗器械领域和护肤品领域，医疗器械仍是其主要业务，2022 年，**医疗器械业务**营业收入为 1.79 亿元，同增 1.07%，在总营收中占比 73.66%。**护肤品业务**主要包括创福康、创尔美两个品牌，2022 年营收为 0.64 亿元，同增 5.08%。公司围绕天然胶原进行公司核心产品布局，胶原蛋白产品为公司主营产品，占总营收比例最高，2020-2022 年分别为 85.67%、91.40%和 96.73%。**分渠道看**，直销模式收入占比逐年上升，2019 年超过经销成为主要收入模式，2021 年直销收入占比为 65.43%。直销模式以线上直销为主，主要通过天猫、京东等电商平台以及公司自营平台销售产品；经销模式以线下经销为主，主要实行买断式销售，包括推广配送经销模式和配送经销模式。

图 12: 创尔生物分业务领域收入占比, %



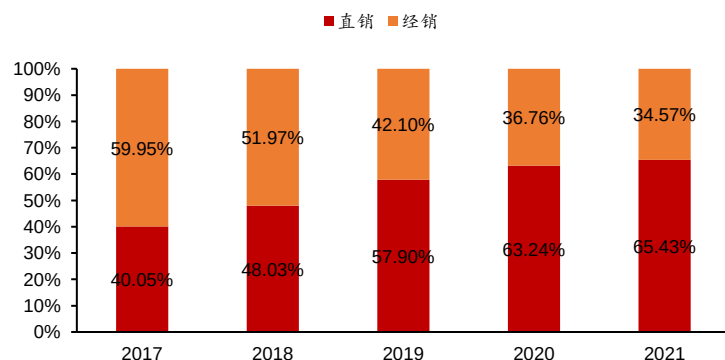
资料来源：创尔生物招股书，创尔生物年报，Choice，上海证券研究所

图 13: 创尔生物分产品收入占比, %



资料来源：创尔生物招股书，创尔生物年报，Choice，上海证券研究所

图 14: 创尔生物分渠道收入占比

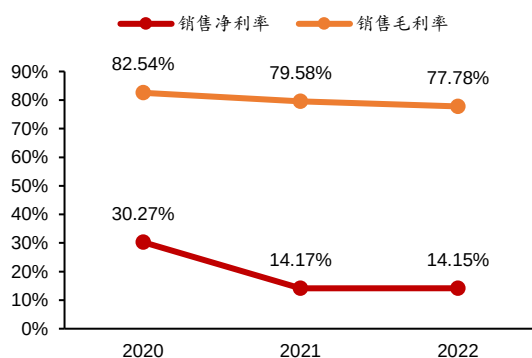


资料来源：创尔生物招股书，创尔生物年报，Choice，上海证券研究所

毛利优势持续，费用管控良好。2020-2022 年，公司毛利率分别为 82.54%、79.58%、77.78%，逐年下降，但仍保持在 75%以上的高水平。从费用端看，销售费用较高，2021、2022 年公司销售费

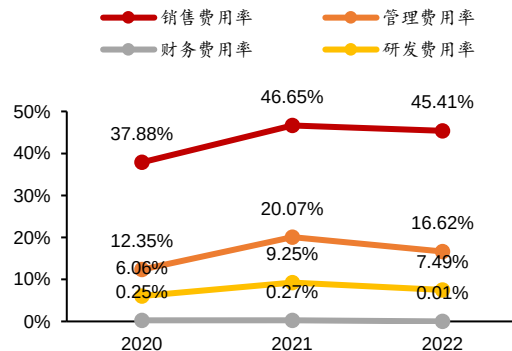
用分别为 1.12、1.11 亿元，约占总营业成本的一半，其中线上推广服务费和广告宣传费占比最高，2022 年销售人员从 96 人增加至 110 人，其中电商团队人员增加 9 名。2020-2022 年公司费用率水平呈现先升后降趋势。

图 15: 创尔生物销售利润率情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 16: 创尔生物费用率情况, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 新消费板块

乖宝宠物: 国产宠物食品龙头, 拟公开发行股票

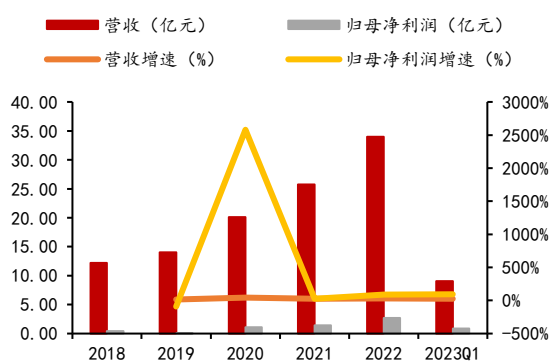
国产宠物食品龙头, 深耕宠物食品十余年。乖宝宠物成立于 2006 年, 从事宠物食品的研发、生产和销售, 主营宠物犬用和猫用多品类宠物食品, 主要产品包括科学营养配方的主粮系列, 以畜禽肉、鱼肉等为主要原料的零食系列以及含冻干卵磷脂、乳酸钙等功能原料的保健品系列等。成立之初从事境外宠物食品代加工, 产品销往欧美、日韩等三十多个国家和地区, 主要客户包括沃尔玛、斯马克、品谱等全球大型零售商和知名宠物品牌运营商。2013 年创建自有品牌“麦富迪 Myfoodie”, 公司在国内、泰国拥有两大生产基地, 建设有自动化智能化生产线、个性化定制生产线、智能仓储、物流电商中心与辐照中心, 建立了完善的原料供应和品质控制体系。

以“麦富迪”为核心, 持续布局国内高端宠物食品市场。公司现已形成以“麦富迪”为核心的自有品牌梯队, 并在该品牌下相继开发了弗列加特高肉猫粮系列、弗列加特全价冻干猫粮系列、双拼粮系列、益生军团系列等多个产品系列。“麦富迪”获 2021-2022 年天猫 TOP 品牌力榜(宠物)第一名、MAT2021 犬猫食品品牌天猫销量榜单行业第一名, 同时也成为 MAT2021 最受 Z 世代欢迎的宠物食品品牌。

公司业绩保持较强增长韧性。2018-2023Q1 实现营收分别为 12.21/14.03/20.13/25.75/33.98/9.05 亿元, 2018-2022 年 CAGR 为 29%。2018-2023Q1 年归母净利润分别为

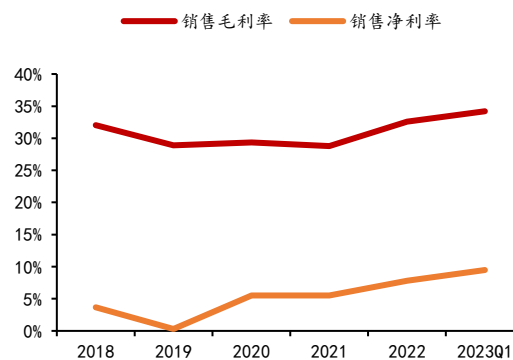
0.45/0.04/1.11/1.40/2.67/0.85 亿元，2018-2022 年 CAGR 为 56%。我们认为，2019 年利润下滑幅度较大，主要系美国进口关税提升 15%，叠加宠物零食原材料成本上涨、公司加大营销投入（销售费用率提升至 17.5%）。2020 年后公司加大拓展海外新客户及自有品牌影响力释放，营收同比大增 43.5%；伴随原材料价格回落以及泰国工厂产能利用率提升，净利润大幅回升至 1.11 亿元。**盈利能力稳中有升，营销投入提升品牌知名度。**2019 年在美国加征关税+原材料价格上涨导致毛利率降低，净利率触底达 0.3%。后续随自有品牌知名度提升以及规模效应显现，2020 年销售费用率有效控制为 13.13%。

图 17：乖宝宠物主业绩变化情况



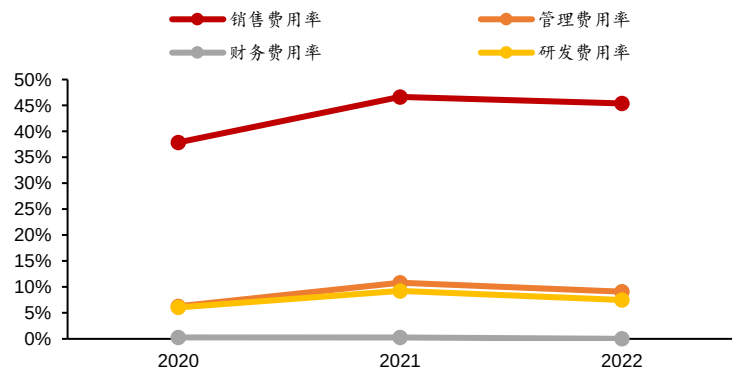
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 18：乖宝宠物利润率变化情况，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 19：乖宝宠物费用率变化情况



资料来源：Wind，创尔生物年报，上海证券研究所

拟公开发行股票，全产业链宠粮龙头前景可期。7 月 26 日，乖宝宠物首次公开发行股票并在创业板上市初步询价及推介公告，拟公开发行股票数量为 4000.45 万股，占本次发行后股份总数的 10.00%，全部为公开发行新股，发行人原股东不公开发售其所持股份，此次公开发行后总股本约为 4 亿股。此次公开发行初始战略配售数量为 200.02 万股，占发行数量的 5.00%。相对于其他宠物赛道品牌商，乖宝在自有品牌的同时有着海外代工经验，并且已

经建设了相对完备的主粮、零食生产线。随着上市进程的加快，我们认为公司产品市场占有率有望得到进一步提升，全产业链实现可持续发展。

3 行业新闻及公司公告

3.1 行业新闻

● 医美行业新闻：

1. 安徽拟规定违规向未成年人提供医美等最高或罚五十万

7月26日，安徽省人大常委会审议了《安徽省未成年人保护条例(修订草案)》。《修订草案》对剧本娱乐、医疗美容、文身服务等方面设置了未成年人保护条款，对向未成年人提供剧本娱乐以及医疗美容服务作出限制性规定，同时明确任何组织或者个人不得向未成年人提供文身服务。此外，对剧本娱乐、医疗美容、文身等服务的经营者也明确了相应法律责任。(来源：医美行业观察)

2. 嘉域祥美《数字化赋能，营销创未来》领袖智享汇·北京站顺利启动

7月25日，嘉域祥美于北京举办《数字化赋能，营销创未来》领袖智享汇。嘉域祥美集团指出对于美业门店的技术人员，需要结合客人的职业角色、身份环境打造符合其气质的面部优化解决方案，并提出了其便捷高效的理财方式——通过博美祺服务平台赋能财税统筹，以助力各大美业门店在目前医美赛道的强监管模式下，更高效合规的良性发展。(来源：医美行业观察)

● 化妆品行业新闻：

1. 国家药监局赴中山市开展化妆品过度包装治理课题调研

7月24日，广东省药品监督管理局官网发布化妆品过度包装治理调研相关事宜。药监局化妆品监管司会同省药品监管局课题组一行赴中山市开展化妆品过度包装治理课题调研。课题组通过座谈交流、实地调研等方式，详细了解监管部门、行业协会、企业在化妆品过度包装方面面临的问题、意见建议及企业在落实《限制商品过度包装要求食品和化妆品》方面的实际情况，并就课题调研情况及标准实施情况提出了意见与建议。(来源：中国化妆品)

2. 上海家化旗下多个品牌布局防晒产品

7月25日，上海家化在互动平台（上证e互动）表示，公司旗下诸多品牌都有布局防晒产品，其中玉泽大分子防晒乳作为去年新上市的敏肌专研防晒产品，独家开辟大分子防晒赛道，清透氧肤不透肤，进一步加强玉泽品牌皮肤屏障修护定位。截至目前，该产品今年整体表现良好。（来源：中国化妆品）

3. 儿童化妆品不得使用尚处于监测期的新原料

7月24日，广州市市场监督管理局发布《普通化妆品备案问答（四十三期）》，对“新原料的使用应注意哪些技术要求”、“使用了新原料的产品，检验报告应注意什么”、“儿童产品能否使用尚在安全监测期的新原料”等问题做了解答。新原料使用应满足《化妆品新原料技术要求》关于该原料安全使用量、使用目的、原料适用和使用范围、其他限制和要求、警示用语等要求。产品使用尚在安全监测中的化妆品新原料，应提交该产品的毒理学试验报告。儿童化妆品配方设计应当遵循安全优先原则、功效必需原则、配方极简原则，应当选用有长期安全使用历史的化妆品原料，不得使用尚处于监测期的新原料。（来源：中国化妆品）

4. LVMH上半年香水化妆品业务营收增长13%

7月25日，LVMH集团发布了23H1财报。23H1该集团实现422亿欧元收入（约合人民币3332.8亿元），同比增长15%。与2022年同期相比，有机收入增长17%。上半年香水和化妆品业务营收40.28亿欧元（约合人民币314.4亿元），同比增长13%。其中，迪奥业务表现突出，护肤品和美妆粉底均有强劲表现，娇兰、纪梵希等也在上半年推出新品或限量版产品，拉动了整体业绩增长；精选零售业务营收83.55亿欧元（约合人民币660.45亿元），同比增长26%。其中，丝芙兰表现优异，分销网络不断扩大。DFS受益于国际旅游业的逐步复苏，尤其是中国香港和澳门地区旅游业的复苏，业绩得到提升。（来源：中国化妆品）

5. LVMH正式成为2024年巴黎奥运会赞助商

7月25日，全球最大奢侈品集团LVMH宣布，将成为2024年巴黎夏季奥运会高级赞助商。此次赞助预计投入约1.5亿欧元，涉及品牌包括LV、Dior以及酩悦轩尼诗等。根据协议，法国奥运会代表团的服装将由LVMH旗下品牌设计，LVMH旗下珠宝品牌尚美巴黎负责设计奥运会和残奥会的奖牌，酩悦轩尼诗生产的葡萄酒

和烈酒将在奥运会期间用于招待，化妆品零售商丝芙兰则成为巴黎奥运会火炬传递合作伙伴。(来源：中国化妆品)

6. 联合利华上半年营收约 2409 亿元

7 月 25 日，联合利华公布了 23H1 业绩。联合利华上半年基本销售额增长 9.1%，价格增长 9.4%，销量下降 0.2%，营业额为 304.28 亿欧元（约合人民币 2409.18 亿元），同比增长 2.7%。其中，Q2 营业额为 157 亿欧元（约合人民币 1243.07 亿元），基本销售额增长 7.9%。从 23H1 看，美容与健康业务营业额为 62 亿欧元（约合人民币 490.89 亿元），基础销售额增长 9.1%，个人护理业务营业额为 69 亿欧元（约合人民币 546.32 亿元），基础销售增长 10.8%；家庭护理业务营业额为 62 亿欧元（约合人民币 490.89 亿元），基础销售增长 8.4%。(来源：中国化妆品)

7. 欧舒丹今年上半年销售额同增 24.5%

7 月 25 日，欧舒丹集团公布了截至 2023 年 6 月 30 日的财报。23H1 欧舒丹集团销售额录得 5.022 亿欧元（约合人民币 39.67 亿元），同比增长 24.5%；欧舒丹单品牌销售额同比微增 4.4%至 2.9 亿欧元（约合人民币 22.92 亿元）；Sol de Janeiro 品牌录得 171% 的增长；水疗护理品牌艾丽美（ELEMIS）实现 23.6% 的增长；其他品牌录得 16.2% 的增长。(来源：中国化妆品)

8. 片仔癀董事长林伟奇辞职

7 月 25 日，漳州片仔癀药业股份有限公司发布公告称，董事会于近日收到董事长林伟奇送达的《辞职报告》。公告提到，林伟奇因工作调整，向董事会辞去公司董事长、董事及董事会下属专门委员会委员等职务。片仔癀表示，经董事会半数以上董事共同推举，在董事会选举产生新任董事长前，由董事、总经理黄进明代为履行董事长职责，主持董事会日常工作，直至选举产生新任董事长为止。林伟奇 2021 年 12 月接替原董事长潘杰，至今不足两年。(来源：中国化妆品)

9. 芭薇股份化妆品新原料完成备案

7 月 25 日，据国家药品监督管理局化妆品新原料备案信息平台显示，芭薇股份的“香露兜叶提取物（国妆原备字 20230028）”完成备案，进入监测期。芭薇股份本次备案的“香露兜叶提取物”为植物原料，原料使用目的为保湿剂，适用于淋洗类和驻留类化

妆品，喷雾剂类除外。驻留类体用安全使用量需小于等于 8%，其他产品安全使用量需小于等于 30%。（来源：中国化妆品）

10. 爱茉莉太平洋 Q2 营收 57.6 亿元

7 月 26 日，爱茉莉太平洋集团发布了 2023 年 Q2 财报。23Q2 爱茉莉太平洋集团销售额录得 10308 亿韩元（约合人民币 57.63 亿元），与去年同期基本持平；营业利润录得 117 亿韩元（约合人民币 6542 万元），由去年同期的亏损转为盈利。悦诗风吟 23Q2 销售额为 675 亿韩元（约合人民币 3.71 亿元），同比下滑 6.2%，营业利润亏损；伊蒂之屋 23Q2 销售额同比增长 7.7%，营业利润同比大涨 133.4%至 21 亿韩元（约合人民币 1174 万元）。艾丝珀（espoir）23Q2 营业利润同比下滑 40.8%至 3 亿韩元（约合人民币 167.79 万元）；爱茉诗专业美发（AMOS professional）营业利润同比下滑了 21%至 26 亿韩元（约合人民币 1454 万元）。（来源：中国化妆品）

11. 化妆品包材商力合科创上半年净利润同增 95%

7 月 26 日，化妆品包材商深圳市力合科创发布 2023 年半年度业绩快报。23H1 公司实现营业收入 11.25 亿元，同比减少 0.17%；归属于上市公司股东的净利润 2.23 亿元，同比大幅增加 95.07%。公司主要业务为化妆品、日用品、保健品及食品塑料包装解决方案的设计、制造和服务提供。其子公司丽星科技与宝洁、欧莱雅、联合利华、雅诗兰黛等品牌商建立长期稳定的战略合作伙伴关系，同时为百雀羚、蓝月亮、立白、云南白药等民族品牌商提供包装整体解决方案。（来源：中国化妆品）

12. 高德美上半年首次突破 20 亿美元大关，欲冲 IPO

7 月 27 日，全球专业皮肤健康公司 Galderma(高德美)发布了 2023H1 的业绩公告。据公告显示，高德美在 23 H1 净销售额为 20.03 亿美元(约合人民币 143.00 亿元)，按固定汇率计算同比增长 6.9%，这也是其首次在上半年间突破 20 亿美元的大关。高德美称，增长主要由皮肤病学护肤品和治疗性皮肤病学推动；尽管填充剂市场疲软，且 2022 年该产品类别的对比基数较高，但在神经调节剂和生物刺激剂两位数增长的推动下，注射美容呈持续增长状态。高德美几次表示要冲击 IPO，此次 IPO 可能会成为 2023 年欧洲最大的 IPO 之一，该公司的估值约为 200 亿瑞士法郎(约合人民币 1670.15 亿元)。（来源：聚美丽）

13. 联合利华亚洲研发中心举行揭幕仪式

7月25日，联合利华亚洲研发中心，在天津举行揭幕仪式。该研发中心聚焦于洗护品类，主要为联合利华旗下高端衣物洗护品牌 THE LAUNDRESS 提供研发支持，这亦是 THE LAUNDRESS 在全球继纽约之后的第二家研发中心，代表着中国市场在 LAUNDRESS 品牌战略位置的跨越提升。当日，依托亚洲研发中心的本地化供应链和中国智造领先技术，品牌正式发布首批全面国产的6款焕新产品。（来源：化妆品观察 品观）

14. 百雀羚筑起CS产品“金字塔”

7月26日，百雀羚再次针对CS渠道推出新品—肌活高保湿修护系列。至此，百雀羚在CS渠道建立起以鎏金奢养系列为头部引领，恒采新颜系列、肌活高保湿修护系列为中坚力量，水盈保湿等系列为基盘的高价值产品“金字塔”布局。百雀羚方面介绍，该系列产品开发秉持“三高原则”，即高科技、高颜值、高利润，希望在后疫情时代，助力CS渠道焕发出新活力。（来源：化妆品观察 品观）

3.2 公司公告

【爱帝宫】7月24日，爱帝宫发布于东莞新建爱帝宫月子中心的自愿性公告。公告称附属公司向东莞富力万达文华酒店（独立第三方）承租酒店客房用作新建爱帝宫品牌月子中心，酒店位于中华人民共和国广东省东莞市东城区。该东莞一号店已正式开业，是本集团今年进入并实现开业运营的第二个新城市布点及第二家新店，也是本集团进入东莞市场的首家门店。截止本公告日期，本集团已实现深圳、北京、成都、珠海、厦门、东莞6个城市的市场覆盖，合共14间店开业运营。

【中宠股份】7月25日，公司发布关于提前归还用于暂时补充流动资金的闲置募集资金的公告。2022年11月22日，公司审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，截至2023年7月24日，公司已陆续将上述用于暂时补充流动资金的募集资金全部提前归还至募集资金专项账户，使用期限未超过12个月，在使用闲置募集资金暂时补充流动资金期间，使用额度未超过5.7亿元。

【科拓生物】7月25日，公司发布首次公开发行前已发行股份上市流通提示性公告。科拓生物本次解除限售的股份为公司首次公开发行前已发行的股份，本次解除限售股份的数量为1.32亿股，占公司总股本50.16%，实际可上市流通数量为0.73亿股，占公司总股本27.59%。本次解除限售股份的上市流通日期为2023年7月31日（星期一）。

【医思健康】7月25日，公司发布FY2022/2023年报。报告显示，2023年公司总收入38.75亿港元，息税折旧及摊销前盈利率为11.1%，ROE为4.5%。其中，医疗业务收入25.42亿港元，门店数量116，美学医疗、美容和养生服务收入11.02亿港元，门店数量38，兽医及其他业务收入2.31亿港元，门店数量14家。

【复锐医疗科技】7月25日，公司发布自愿公告，宣布向美国市场推出Alma Veil™。该产品是一款先进的双波长血管激光设备平台，对各种血管及皮肤病具有显著疗效，其核心仪器可将532纳米激光，1064纳米激光，MicroPulse™模式这三项技术方便地整合到单个手具中。

【医思健康】7月25日，公司发布截至2023年3月31日止年度环境、社会及管治报告。报告显示集团坚持差异化竞争优势及以客为本的方针，致力构建医疗保健生态系统，提供一站式优质专业的医疗保健及先进科技。根据最新的年度客户调查结果，本年度录报客户满意度99.99%，复购率82.7%。集团服务覆盖超过40个医疗保健品牌，包括医疗，美学医疗及美容养生，目前在大中华区经营168个服务点。

【珀莱雅】7月26日，公司发布控股股东及董事、高级管理人员减持股份进展公告。因自身资金需求，侯军呈先生拟通过大宗交易减持其所持有的公司股份不超过595万股，占公司总股本的1.5000%，占侯军呈先生所持有本公司股份数的4.35%；方玉友先生拟通过大宗交易减持其所持有的公司股份不超过595万股，占公司总股本的1.50%，占方玉友先生所持有本公司股份数的9.99%。截至2023年7月25日，本次减持计划时间已过半，侯军呈先生、方玉友先生尚未减持。

【奥园美谷】7月26日，公司发布关于独立董事取得独立董事资格证书的公告。2023年6月19日召开的2023年第三次临时

股东大会，审议通过了《关于补选公司独立董事的议案》，同意选举张利风先生为公司第十届董事会独立董事。公司董事会于 7 月 26 日收到张利风先生通知，已取得由深交所创业企业培训中心颁发的《上市公司独立董事资格证书》。

【福瑞达】7 月 27 日，公司发布关于重大资产出售暨关联交易事项实施进展公告。鲁商福瑞达及全资子公司山东鲁健产业管理有限公司、山东鲁商健康产业有限公司向山东城发集团出售其持有的山东省鲁商置业有限公司 100%股权、山东鲁商新城镇产业发展有限公司 100%股权、山东鲁商创新发展有限公司 100%股权、菏泽鲁商置业有限公司 100%股权、临沂鲁商地产有限公司 100%股权、临沂鲁商置业有限公司 51%股权、临沂鲁商发展金置业有限公司 44.1%股权、临沂鲁商置业发展有限公司 32%股权以及公司对上述标的公司及其下属公司的全部债权，山东城发集团以现金方式支付对价。第二批次标的资产相关股权及债权将于 2023 年 10 月 31 日前完成交割。

【中宠股份】7 月 27 日，公司发布关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的公告。公司董事会、监事会审议通过了《关于使用部分闲置募集资金进行现金管理的议案》，同意公司使用不超过人民币 4 亿元的暂时闲置募集资金进行现金管理，用于投资低风险、流动性好，且不涉及规范运作中规定的风险投资品种的保本型金融机构理财产品或结构性存款、收益凭证。

【贝泰妮】7 月 27 日，公司发布持股 5%以上股东股份减持计划时间届满暨实施情况的公告。公司于近日收到了持股 5%以上股东红杉聚业出具的《关于贝泰妮股份减持计划实施情况的告知函》，截至 2023 年 7 月 26 日，红杉聚业未减持公司股份，所持公司股份数量未发生变化，本次减持计划期限已届满。

【佩蒂股份】7 月 28 日，公司发布关于向激励对象授予 2022 年限制性股票激励计划预留部分限制性股票的公告。公告确定以 2023 年 7 月 26 日为预留授予日，向 71 名激励对象授予 45.50 万股第二类限制性股票，授予价格为 8.83 元/股。

【水羊股份】7 月 28 日，公司发布关于 2023 年半年度募集资金存放与使用情况的专项报告。公司向不特定对象发行可转债实际募集资金净额为人民币 6.87 亿元，本报告期使用 3.05 亿元，其

中，水羊智造基地项目投入 1.18 亿元，补流资金 1.87 亿元。截至 2023 年 6 月 30 日，本次募集资金余额为 3.82 亿元，其中募集资金专户的余额为 3.83 亿元，与实际募集资金余额的差异金额 167.03 万元系募集资金累计利息收入及理财收益扣除银行手续费支出后的净额。

【水羊股份】7 月 28 日，公司发布 2023 年限制性股票激励计划(草案)。本激励计划拟向激励对象授予限制性股票合计 326.89 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.84%。拟授予激励对象不超过 345 人，包括公司董事、高级管理人员以及公司（含子公司）其他核心员工，不包括公司独立董事和监事。授予价格为 7.87 元/股，有效期为自限制性股票授予之日起至激励对象获授的限制性股票全部归属或作废失效之日止，最长不超过 36 个月。

【水羊股份】7 月 28 日，公司发布 2023 年半年度报告。本报告期内营业收入共计 22.90 亿元，同增 4.00%，归属上市公司股东净利润为 1.42 亿元，同增 72.07%，截至本报告期末，公司总资产为 42.04 亿元，同增 15.21%，归属于上市公司股东的净资产为 19.93 亿元，同增 14.25%。

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

股票投资评级：	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
行业投资评级：	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。