



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

美护龙头积极回购，静待行业估值修复

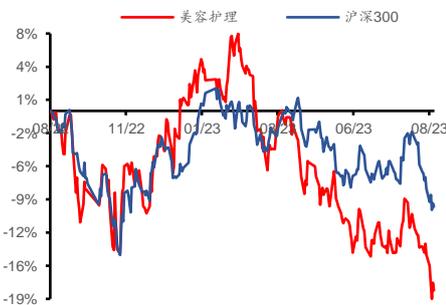
——美容护理行业周报（20230821-0825）

增持（维持）

行业：美容护理
日期：2023年08月27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：

《医美上游 23H1 表现亮眼，产品增长韧性持续验证》

——2023 年 08 月 20 日

《宠物赛道向上修复，关注业绩超预期标的》

——2023 年 08 月 13 日

《爱美客新品重磅发布，关注产品放量节奏》

——2023 年 08 月 06 日

主要观点

化妆品板块：

贝泰妮、华熙生物等美护龙头积极回购股份，彰显长期发展信心

1) **贝泰妮：回购股份健全长效激励机制。**公司于2023年8月23日收到董事长郭振宇先生提交的回购股份提议函，基于对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，董事长郭振宇先生提议公司以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的股份将全部用于实施股权激励计划或员工持股计划。此次回购股份有利于维护广大股东利益，增强投资者信心，同时完善公司长效激励机制。回购股份的价格区间不超过人民币130元/股，本次回购数量不低于76.92万股、不超过153.85万股，约占公司总股本的0.18%-0.36%，回购期限自公司董事会审议通过回购方案之日起12个月内。

薇诺娜推新速度快，发力美白、敏感肌大单品。7月薇诺娜修白瓶携手抖音电商超级品牌日IP独家首发上新，邀请抖音达人参与新品推广，在新加坡深度参与抖音电商超级品牌日的联动，为新品修白瓶上新造势。2023年7月6日至12日期间，抖音直播间点赞人数超131.1w，直播间定价398元，单场直播销量超3000盒抖音“薇诺娜修白瓶”话题超1.8亿次播放。8月，薇诺娜继续推出新品特润霜，定位干敏肌，推新密集，上市后有望实现销售放量，拉动公司边际持续改善。

2) **华熙生物：**公司与2023年8月17日收到董事长兼总经理赵燕女士提交的回购股份提议函，提议公司以自有资金通过集中竞价交易方式进行股份回购，用于员工持股计划或者股权激励。此次回购股份的价格区间不超过人民币130元/股，本次回购数量约为230.77万股，回购股份约占公司总股本4.82亿股的0.48%；回购股份的资金总额为人民币2-3亿元。此次回购有利于进一步健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，有效地将员工利益与公司利益绑定，助力长远发展。

3) **爱美客：**公司于2023年6月12日同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，用于实施股权激励或员工持股计划。本次回购的资金总额人民币2-4亿元，回购价格不超过人民币450.00元/股，实施期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过12个月。首次回购股份数量29965股，占公司总股本的0.01%，回购成交价为437.03-440.55元/股，成交总金额（不含交易费用）约1313.61万元。

医美板块：

美丽田园医疗健康：业绩高增，门店稳定扩张

国内领先的美丽与健康管理服务提供商，涵盖四大品牌三大业务。1993年，公司在海南省成立首家门店；2011年，公司开始通过“秀可儿”品牌提供医美服务，正式切入医美赛道。2016年，公司战略投资高端连锁美容品牌“贝黎诗”。2018年4月首家“研源”抗衰老中心在上海开设，开启第三业务板块——亚健康评估及干预服务。2023年，正式在港交所IPO主板挂牌上市交易。公司已形成三大业务——传统美容

服务、医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务，旗下四大连锁品牌包括“美丽田园”、“贝黎诗”、“秀可儿”、“研源”。

23H1业绩恢复高增，营运指标向好。2019-2022年公司营收分别为14.09/15.05/17.89/16.43亿元，期间CAGR为5.25%。净利润分别为1.40/1.51/1.93/1.03亿元，期间CAGR为-9.72%。受疫情等不利因素影响，2022年营收、利润双降，同比分别-8.16%/-46.71%。随着疫情的逐步消退，门店逐步开门营业，客流反弹恢复，2023H1营收10.4亿元，同增41.2%；净利润实现1.12亿元，同增639.47%；经调整净利润1.3亿元，同增159.1%，业绩显著恢复，净利润实现高增长。

转化率持续提升，医美与亚健康服务势能向上。分业务看，2023H1公司传统美容业务实现收入5.5亿元，同增28.0%（占比52.82%）；医美为4.4亿元，同增59.6%（占比42.42%）；亚健康评估及干预服务为0.5亿元，同增60.5%（占比4.75%）。从转化率来看，23.4%的传统美容会员购买了医疗美容服务或亚健康评估及干预服务，公司通过传统美容服务获得客户信任及高粘性，推动客户全生命周期扩展至公司医美和亚健康服务，不断提高生美至其他业务的转化率。

门店稳步扩张，客流持续提升，内生+外延驱动增长。截至2023H1，公司门店总数390家，其中包括196家直营店和194家加盟店；直营门店一线城市覆盖92家，新一线城市80家。分业务板块看，自建新开6家传统美容门店、1家秀可儿门店、1家研源医疗中心；升级改造12家传统美容门店、3家秀可儿门店、1家研源医疗中心。内生增长方面，公司数字化投入成果显现，2023H1直营店客户到店客流为60万+；直营店活跃会员达7.39万人，同增21.3%，其中当期新入会活跃会员同增54.3%；加盟店活跃会员达2.99万人，同增28.3%。公司持续推进三大业务产品和服务创新，整合行业资源，积极联合举办游学讲座，我们认为有助于提高公司影响力。外延收购方面，2023年5月以400万元战投成都幽兰品牌，持有其20%股权。6月以700万元收购3家长沙加盟店，持有其51%股权，公司区域市场地位进一步稳固。

普门科技：体外诊断业务增长稳健，治疗与康复类业务表现亮眼

公司体外诊断和治疗与康复双轮驱动。普门科技成立于2008年，是一家专业化高科技医疗设备企业，主要从事医疗器械的研发、制造、全球营销及服务，专注于体外诊断产品、治疗与康复两大领域产品的开发及技术创新，2019年在科创板上市。

平台化发展效果显著，治疗与康复类业务表现亮眼。公司营业收入从2018年的3.23亿元增长到2022年的9.83亿元，期间CAGR达32.08%；归母净利润从2018年的0.81亿元增长到2022年的2.51亿元，期间CAGR达到32.68%，业绩稳定增长。得益于公司多市场、多产品的平台化发展，公司两大产品线自研产品的增加与完善，国内外营销系统专业能力提高，公司国内外医疗器械市场竞争力提升，2023H1业绩延续增长，营收实现5.58亿元，同增24.97%，归母净利润为1.35亿元，同增35.19%。

分业务看，体外诊断业务稳健增长。公司主营业务为治疗与康复、体外诊断两大产品线系列。其中体外诊断类业务收入占比从2018年的58.95%提升至2022年的76.15%，占比逐年提升。2023H1体外诊断类业务收入3.84亿元，同增28.62%，占比主营业务收入69.6%。公司研

发的高速全自动电化学发光免疫分析仪eCL9000系列获批上市；系列化的全自动电化学发光免疫分析仪处于研发过程中，预计24年上市；红细胞渗透脆性分析仪可为医院用户提供更加经济的地中海式贫血筛查方案，已获得产品注册证。

持续布局光电医美产品，创新研发冷拉提及超声V拉美。2023H1治疗与康复类业务收入1.68亿元，同增75.18%，占比主营业务收入30.4%。2022年开始公司自研医美设备冷拉提开始推广，2023H1中体外冲击波治疗仪获得CE产品MDR认证并拓展医美适应症；公司创新研发了产品体外冲击波治疗仪LC-580（冷拉提）、全新一代超声治疗仪（超声V拉美），成为中国医疗美容装备行业系列化产品布局最全的制造商之一。公司医美设备管线逐渐丰富与完善，竞争力不断增强。

公司股权激励彰显长期发展信心。公司推出2023年股权激励计划，拟向激励对象授予809万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额426.16百万股的1.90%，不设置预留权益。激励计划的考核年度为2023-2025年，即以2022年营收或净利润为基数，2023-2025年营收增速或净利润增速目标值30%/60%/90%。计划授予的激励对象人数合计188人，包括公司技术骨干及业务骨干。此次股权激励计划充分绑定核心员工及技术骨干与公司利益，彰显公司长期发展的信心。

新消费板块：

若羽臣：2023H1净利润实现高增，自有品牌加速成长。2023H1公司实现营收5.92亿元，同增10.55%；归母净利润0.23亿元，同增147.61%；扣非后归母净利润0.22亿元，同增143.66%。其中2023Q2实现营收3.09亿元，同增23.19%；归母净利润0.16亿元，同增181.25%。公司上半年归母净利润实现三位数亮眼增长。

打造自有品牌第二增长曲线，绽家稳态高增。2021年，公司推出自有品牌业务，并不断完善产品布局，经过两年多的发展，自有品牌已正式成为公司第二增长曲线，成为拉动公司业绩的增长引擎。2023H1旗下自有品牌营收1.1亿元，同增92%，占比营收18%。自有品牌绽家、悦境安漫持续健康增长。**在渠道端**，绽家在各个渠道表现尤为亮眼。天猫旗舰店营收占比39%，营收同比增长28%；抖音渠道占比33%，营收同比增长超100%，小红书、京东等多个渠道继续保持着双位数增长。在加强线上精细化运营的同时，绽家还稳步拓展线下渠道，已成功入驻山姆和盒马超市。**在产品端**，绽家不断丰富产品线。以家居场景精细化需求为导向，推出新品地板清洁剂，上市首月销售额破百万，并冲登天猫细分品类TOP1。2023年4月、5月，绽家分别在李佳琦、章小蕙直播间惊艳圈粉，产品上架即售罄。618大促期间，绽家销售同比增长超100%，霸榜细分品类前3名。高端香氛品牌悦境安漫旗下多款香氛夜灯持续热卖，成功跻身618天猫新商TOP榜单，在全周期成交店铺榜中位列第4。

拓展多渠道生意业务，淘外营收占比接近一半。2023H1公司淘系之外的营收占比已接近一半。抖音、京东、小红书等平台占比达47.85%。其中，公司在抖音营收实现0.75亿元，同增138%，占总营收的13.08%（+6.67pcts），上半年成功获得“巨量引擎2022年度入海电商新势力大奖”。**业务结构持续优化，代运营业务健康增长。**在新合作品牌方面，23H1公司新引进Attenir/艾天然、康王等知名品牌，同时为拜耳、素力高等客户拓展多渠道。在渠道方面，抖音营收同增138%，持

续增长，多渠道经营能力不断增强。38大促期间公司代运营的多个品牌位列平台TOP榜单，获得亮眼增长，618大促期间公司35个合作品牌店铺稳居细分品类前5。

百龙创园：国内益生元和膳食纤维龙头，产品结构优化提振业绩

国内优秀益生元和膳食纤维生产商。公司成立于2005年，是一家从事益生元系列产品、膳食纤维系列产品、其他淀粉糖（醇）系列产品和健康甜味剂产品的研产销的国家高新技术企业。公司于2021上市，是国内规模较大、产品品种较全、生产技术水平较高的益生元和膳食纤维生产企业。其主要产品有抗性糊精、低聚果糖、低聚异麦芽糖、聚葡萄糖、低聚半乳糖、低聚木糖、水苏糖、阿洛酮糖、异麦芽酮糖、结晶果糖、麦芽糖醇等。先后获得多项国内外认证，在食品安全、质量管理等方面拥有较高的水平。

业绩符合预期，产品结构进一步优化。公司2023H1营收4.13亿元，同增5.15%；归母净利润0.91亿元，同增16.12%；扣非后归母净利润0.85亿元，同增14.61%。其中，2023Q2实现营收2.18亿元，同增12.10%；归母净利润0.47亿元，同增23.67%，业绩实现稳步提升，趋势向好。分业务看，膳食纤维系列2.13亿元，同增23.93%（占比51.55%）；益生元系列1.06亿元，同降26.85%（占比25.73%）；健康甜味剂系列0.81亿元，同增54.19%（占比19.64%）；其他淀粉糖0.07亿元，同降18.32%（占比1.62%）。益生元收入下降主要系因产能受限，公司将更多产能分配给膳食纤维和健康甜味剂，而得益于国内食品饮料客户对聚葡萄糖的需求持续，膳食纤维收入增长亮眼，占比逐年提升。

静待产能释放助力业绩增长。公司的产能利用率已趋近饱和，下游市场需求的进一步增长，为满足日益增长的市场需求，公司在建的募投项目正有序推进。截止 2023H1，“年产 2 万吨功能糖干燥项目”已全面投产，该项目建成后年可生产 8000 吨低聚果糖（粉体），5000 吨抗性糊精（粉体），7000 吨聚葡萄糖产品（粉体），建成后预计可新增年收入 3.75 亿元。“年产 3 万吨可溶性膳食纤维项目”和“年产 1.5 万吨结晶糖项目”预计于 23 年 12 月顺利投产。随着新产能的逐步释放有望推动公司未来业绩持续上升。

■ 投资建议

考虑到医美及化妆品行业大促节日性特征、类刚需消费属性、企业自身边际变化、行业发展趋势及估值变化情况，我们建议关注：能敏锐捕捉需求端变化，并迅速做出反应，且组织效率高，新品及老品不断迭代创新维持产品生命力及持续吸引力，且对渠道营销运营把握精准，具备全要素综合竞争能力，且有较强用户心智占领品牌力的公司。

医美板块看好基本面强韧、天使针进入放量期、再生天使新品推出、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，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，积极布局抖音渠道，新品修白品销售亮眼的敏感肌护肤龙头**贝泰妮**；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 (20230814-0818)	7
1.1 板块行情回顾.....	7
1.2 个股行情回顾.....	7
2 行业趋势及重点公司跟踪	8
2.1 化妆品板块	8
2.2 医美板块.....	9
2.3 新消费板块	15
3 行业新闻及公司公告	18
3.1 行业新闻.....	18
3.2 公司公告.....	21
4 风险提示:	23

图

图 1: 本周市场表现 (%)	7
图 2: 申万美容护理子行业表现 (%)	7
图 3: 申万一级行业表现 (美妆) (%)	7
图 4: 指数成分股涨幅 (美妆) (%)	8
图 5: 指数成分股跌幅 (美妆) (%)	8
图 6: 美丽田园医疗健康业绩情况	10
图 7: 美丽田园医疗健康分业务板块收入及增速	10
图 8: 美丽田园医疗健康分业务占比情况, %	11
图 9: 美丽田园医疗健康利润率水平, %.....	11
图 10: 美丽田园医疗健康销售开支及增速	11
图 11: 美丽田园医疗健康研发开支及增速	11
图 12: 美丽田园医疗健康一般及行政开支及增速	11
图 13: 普门科技发展历程.....	12
图 14: 普门科技营收及增速	13
图 15: 普门科技归母净利润及增速	13
图 16: 普门科技分产品收入占比, %	14
图 17: 普门科技分地区收入占比, %.....	14
图 18 普门科技利润率, %	14
图 19: 普门科技费用率, %.....	14
图 20: 百龙创园收入及增速	17
图 21: 百龙创园归母净利润及增速	17
图 22: 百龙创园分业务收入占比, %.....	17

表

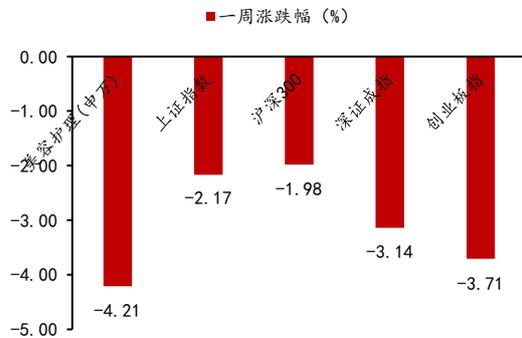
表 1: 普门科技主要研发成果.....	15
----------------------	----

1 本周市场回顾 (20230814-0818)

1.1 板块行情回顾

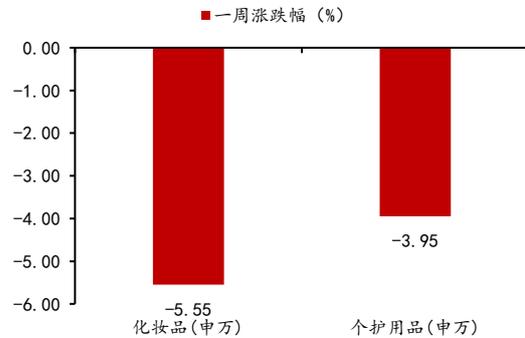
本周 (20230821-0825) 申万美容护理行业指数较上周下跌 4.21%，板块整体跑输上证指数 2.04 个百分点；板块整体跑输沪深 300 指数 2.23 个百分点。上证指数下跌 2.17%，沪深 300 下跌 1.98%，深证成指下跌 3.14%，创业板指下跌 3.71%。在 31 个申万一级行业中，美容护理排名第 24。本周美容护理各二级行业中，化妆品下跌 5.55%，个护用品下跌 3.95%。

图 1: 本周市场表现 (%)



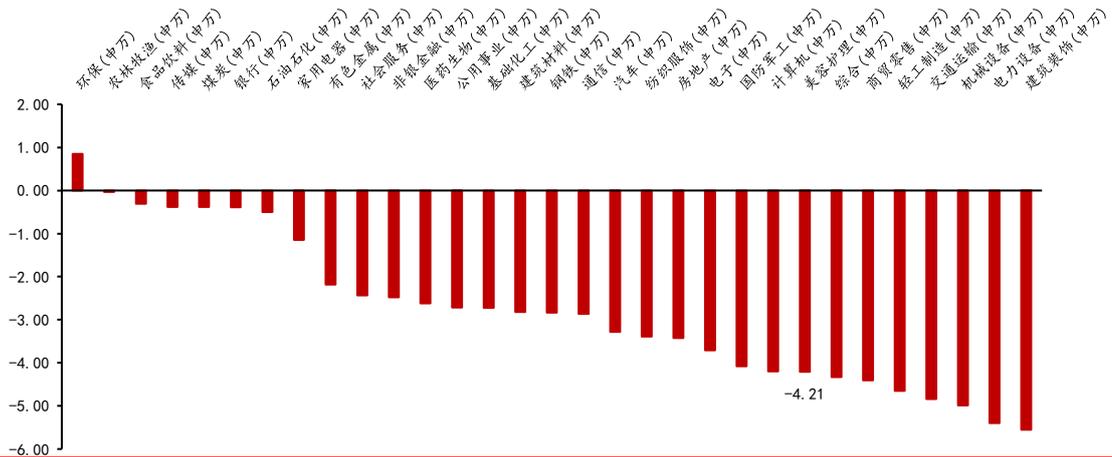
资料来源: Wind, 上海证券研究所

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) (%)



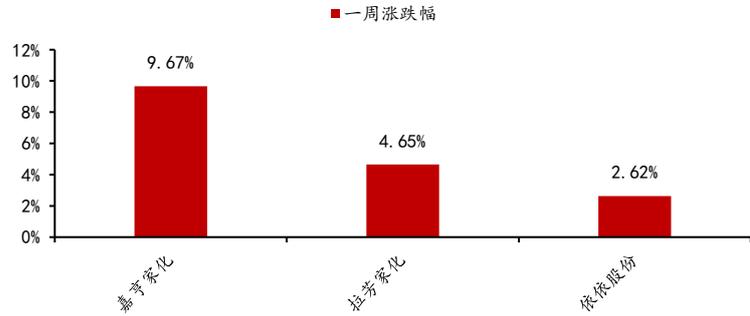
资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 个股行情回顾

本周 (20230821-0825) 美容护理行业个股涨跌幅中，仅三家上涨，分别为嘉亨家化上涨 9.67%、拉芳家化上涨 4.65%、依依股份上涨 2.62%；排名后五的个股为敷尔佳下跌 13.16%、珀莱雅

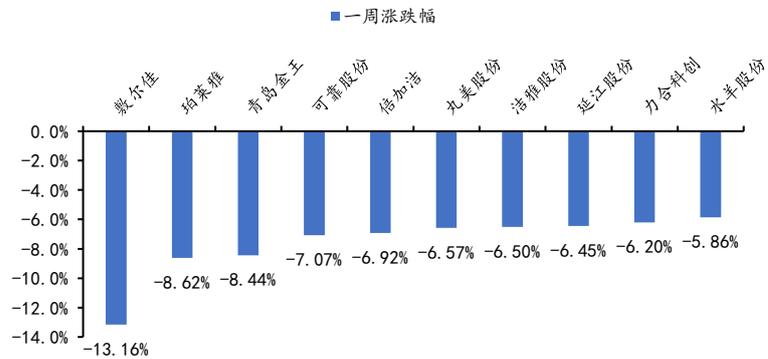
下跌 8.62%、青岛金王下跌 8.44%、可靠股份下跌 7.07%、倍加洁下跌 6.92%。

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

贝泰妮、华熙生物等美护龙头积极回购股份，彰显长期发展信心

1) 贝泰妮：回购股份健全长效激励机制。公司于 2023 年 8 月 23 日收到董事长郭振宇先生提交的回购股份提议函，基于对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，董事长郭振宇先生提议公司以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的股份将全部用于实施股权激励计划或员工持股计划。此次回购股份有利于维护广大股东利益，增强投资者信心，同时完善公司长效激励机制。回购股份的价格区间不超过人民币 130 元/股，本次回购数量不低于 76.92 万股、不超过 153.85 万股，约占公司总股本的 0.18%-

0.36%，回购期限自公司董事会审议通过回购方案之日起 12 个月内。

薇诺娜推新速度快，发力美白、敏感肌大单品。7 月薇诺娜修白瓶携手抖音电商超级品牌日 IP 独家首发上新，邀请抖音达人参与新品推广，在新加坡深度参与抖音电商超级品牌日的联动，为新品修白瓶上新造势。2023 年 7 月 6 日至 12 日期间，抖音直播间点赞人数超 131.1w，直播间定价 398 元，单场直播销量超 3000 盒。抖音“薇诺娜修白瓶”话题超 1.8 亿次播放。8 月，薇诺娜继续推出新品特润霜，定位干敏肌，推新密集，上市后有望实现销售量，拉动公司边际持续改善。

2) 华熙生物：公司与 2023 年 8 月 17 日收到董事长兼总经理赵燕女士提交的回购股份提议函，提议公司以自有资金通过集中竞价交易方式进行股份回购，用于员工持股计划或者股权激励。此次回购股份的价格区间不超过人民币 130 元/股，本次回购数量约为 230.77 万股，回购股份约占公司总股本 4.82 亿股的 0.48%；回购股份的资金总额为人民币 2-3 亿元。此次回购有利于进一步健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，有效地将员工利益与公司利益绑定，助力长远发展。

3) 爱美客：公司于 2023 年 6 月 12 日同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份，用于实施股权激励或员工持股计划。本次回购的资金总额人民币 2-4 亿元，回购价格不超过人民币 450.00 元/股，实施期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起不超过 12 个月。首次回购股份数量 29965 股，占公司总股本的 0.01%，回购成交价为 437.03-440.55 元/股，成交总金额（不含交易费用）约 1313.61 万元。

2.2 医美板块

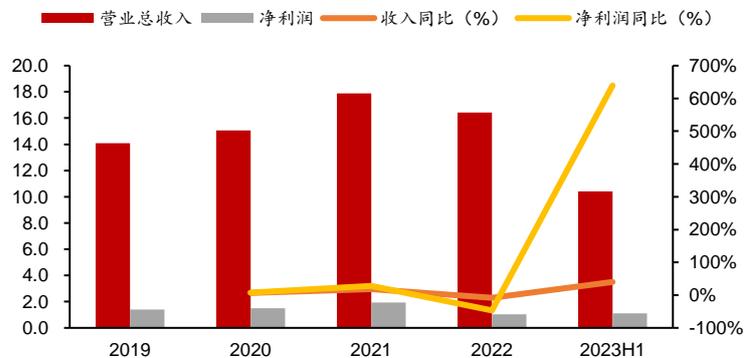
美丽田园医疗健康：业绩高增，门店稳定扩张

国内领先的美丽与健康管理服务提供商，涵盖四大品牌三大业务。1993 年，公司在海南省成立首家门店；2011 年，公司开始通过“秀可儿”品牌提供医美服务，正式切入医美赛道。2016 年，公司战略投资高端连锁美容品牌“贝黎诗”。2018 年 4 月首家“研源”抗衰中心在上海开设，开启第三业务板块——亚健康评估及干预服务。2023 年，正式在港交所 IPO 主板挂牌上市交易。公司

已形成三大业务——传统美容服务、医疗美容服务以及亚健康评估及干预服务，旗下四大连锁品牌包括“美丽田园”、“贝黎诗”、“秀可儿”、“研源”。

2023H1 业绩恢复高增，营运指标向好。2019-2022 年公司营收分别为 14.09/15.05/17.89/16.43 亿元，期间 CAGR 为 5.25%。净利润分别为 1.40/1.51/1.93/1.03 亿元，期间 CAGR 为-9.72%。受疫情等不利因素影响，2022 年营收、利润双降，同比分别-8.16%/-46.71%。随着疫情的逐步消退，门店逐步开门营业，客流反弹恢复，2023H1 营收 10.4 亿元，同增 41.2%；净利润实现 1.12 亿元，同增 639.47%；经调整净利润 1.3 亿元，同增 159.1%，业绩显著恢复，净利润实现高增长。

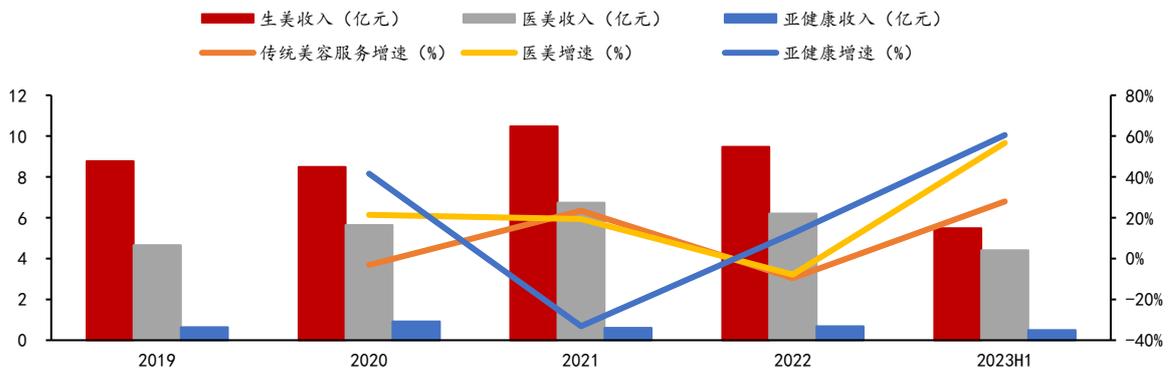
图 6：美丽田园医疗健康业绩情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

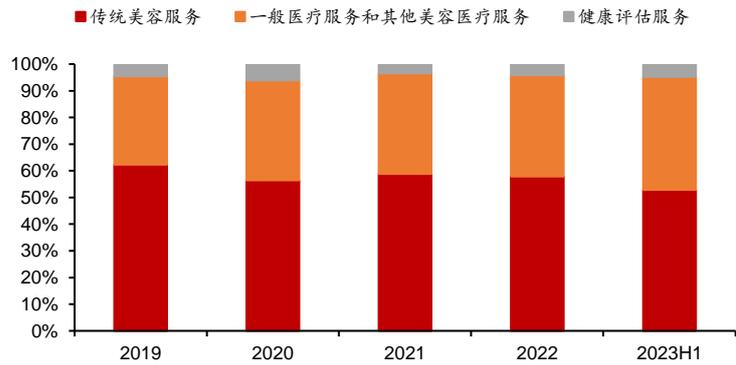
转化率持续提升，医美与亚健康服务势能向上。分业务看，2023H1 公司传统美容业务实现收入 5.5 亿元，同增 28.0%（占比 52.82%）；医美为 4.4 亿元，同增 59.6%（占比 42.42%）；亚健康评估及干预服务为 0.5 亿元，同增 60.5%（占比 4.75%）。从转化率来看，23.4%的传统美容会员购买了医疗美容服务或亚健康评估及干预服务，公司通过传统美容服务获得客户信任及高粘性，推动客户全生命周期扩展至公司医美和亚健康服务，不断提高生美至其他业务的转化率。

图 7：美丽田园医疗健康分业务板块收入及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

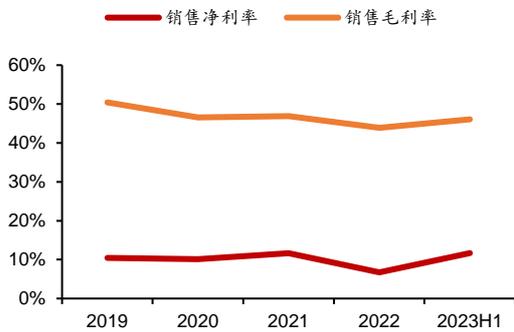
图 8: 美丽田园医疗健康分业务占比情况, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

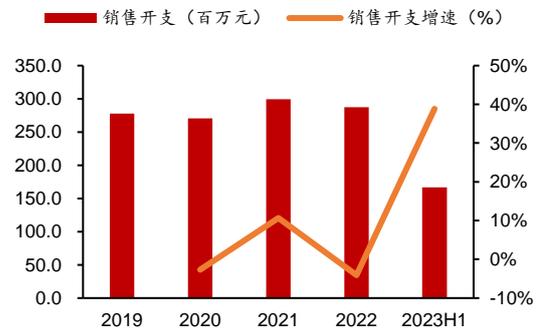
盈利水平显著提升, 费用管控良好。从利润端看, 受益于疫后客流恢复及活跃用户人数的增长, 叠加医美收入占比的提升, 2023H1 公司毛利率/净利率分别 46.1%/11.64%, 同比 +3.35pcts/+8.95pcts, 实现显著增长。从费用端看, 公司销售/研发/行政开支分别为 1.67/0.17/1.66 亿元, 同比分别 +38.9%/+14.7%/-0.9%, 业务增长背景下, 营销推广开支随之增加, 与公司推广战略一致。

图 9: 美丽田园医疗健康利润率水平, %



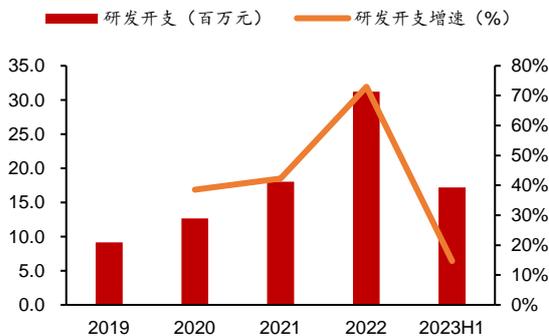
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 10: 美丽田园医疗健康销售开支及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11: 美丽田园医疗健康研发开支及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 12: 美丽田园医疗健康一般及行政开支及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

门店稳步扩张，客流持续提升，内生+外延驱动增长。截至2023H1，公司门店总数390家，其中包括196家直营店和194家加盟店；直营门店一线城市覆盖92家，新一线城市80家。分业务板块看，自建新开6家传统美容门店、1家秀可儿门店、1家研源医疗中心；升级改造12家传统美容门店、3家秀可儿门店、1家研源医疗中心。内生增长方面，公司数字化投入成果显现，2023H1直营店客户到店客流为60万+；直营店活跃会员达7.39万人，同增21.3%，其中当期新入会活跃会员同增54.3%；加盟店活跃会员达2.99万人，同增28.3%。公司持续推进三大业务产品和服务创新，整合行业资源，积极联合举办游学讲座，我们认为有助于提高公司影响力。外延收购方面，2023年5月以400万元战投成都幽兰品牌，持有其20%股权。6月以700万元收购3家长沙加盟店，持有其51%股权，公司区域市场地位进一步稳固。

普门科技：体外诊断业务增长稳健，治疗与康复类业务表现亮眼

公司体外诊断和治疗与康复双轮驱动。普门科技成立于2008年，是一家专业化高科技医疗设备企业，主要从事医疗器械的研发、制造、全球营销及服务，专注于体外诊断产品（体外诊断设备及配套检测试剂）、治疗与康复两大领域产品的开发及技术创新，2019年在科创板上市。2020年后收购京渝激光和为人光大布局光电医美市场，坚持以技术创新为根基，以临床诊疗需求为导向，不断丰富完善两大产品线系列产品。截至2023H1，公司产品及解决方案覆盖国内2万多家医疗机构，其中包括2000余家三级医院。国际市场上，公司产品已应用于全球100个国家和地区，成功覆盖美洲、欧洲、中东非、亚太和南亚五大区域。

图 13：普门科技发展历程

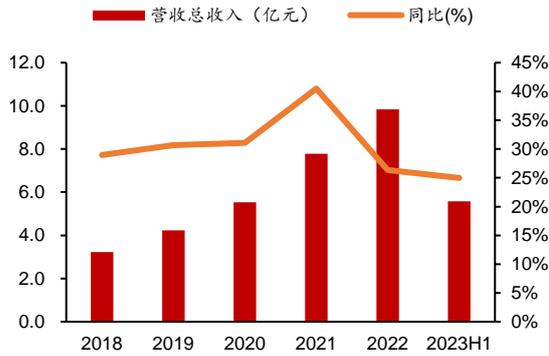


资料来源：天眼查，普门科技官网，立鼎产业研究网，中商情报网，上海证券研究所

平台化发展效果显著，治疗与康复类业务表现亮眼。公司营业收入从2018年的3.23亿元增长到2022年的9.83亿元，期间

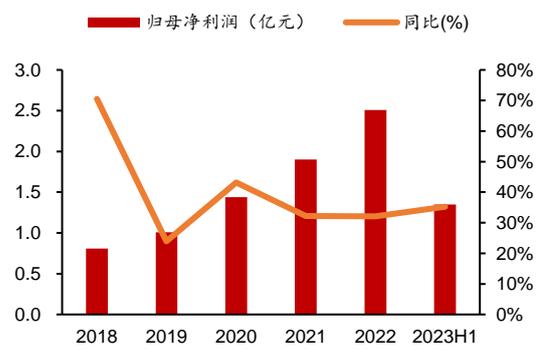
CAGR 达 32.08%；归母净利润从 2018 年的 0.81 亿元增长到 2022 年的 2.51 亿元，期间 CAGR 达到 32.68%，业绩稳定增长。得益于公司多市场、多产品的平台化发展，公司两大产品线自研产品的增加与完善，国内外营销系统专业能力提高，公司国内外医疗器械市场竞争力提升，2023H1 业绩延续增长，营收实现 5.58 亿元，同增 24.97%，归母净利润为 1.35 亿元，同增 35.19%。

图 14：普门科技营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 15：普门科技归母净利润及增速

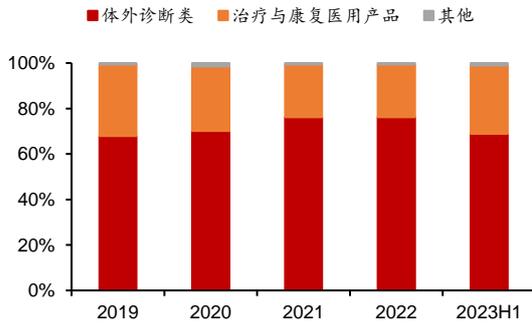


资料来源：Wind，上海证券研究所

分业务看，体外诊断业务稳健增长。公司主营业务为治疗与康复、体外诊断两大产品线系列。其中体外诊断类业务收入占比从 2018 年的 58.95% 提升至 2022 年的 76.15%，占比逐年提升。2023H1 体外诊断类业务收入 3.84 亿元，同增 28.62%，占比主营业务收入 69.6%。公司研发的高速全自动电化学发光免疫分析仪 eCL9000 系列获批上市；系列化的全自动电化学发光免疫分析仪处于研发过程中，预计 24 年上市；红细胞渗透脆性分析仪可为医院用户提供更加经济的地中海式贫血筛查方案，已获得产品注册证。

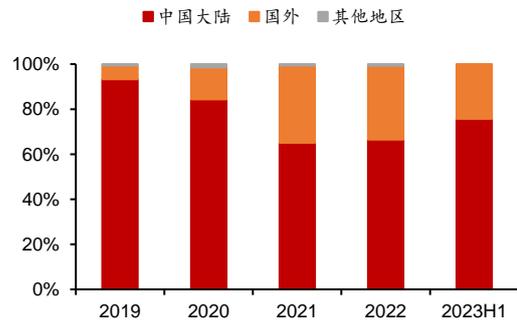
持续布局光电医美产品，创新研发冷拉提及超声 V 拉美。2023H1 治疗与康复类业务收入 1.68 亿元，同增 75.18%，占比主营业务收入 30.4%。2022 年开始公司自研医美设备冷拉提开始推广，2023H1 中体外冲击波治疗仪获得 CE 产品 MDR 认证并拓展医美适应症；公司创新研发了产品体外冲击波治疗仪 LC-580（冷拉提）、全新一代超声治疗仪（超声 V 拉美），成为中国医疗美容装备行业系列化产品布局最全的制造商之一。公司医美设备管线逐渐丰富与完善，竞争力不断增强。

图 16: 普门科技分产品收入占比, %



资料来源: Wind, 普门科技 2023 年半年报, 上海证券研究所

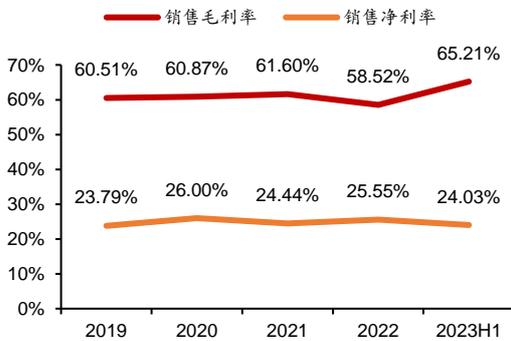
图 17: 普门科技分地区收入占比, %



资料来源: Wind, 普门科技 2023 年半年报, 上海证券研究所

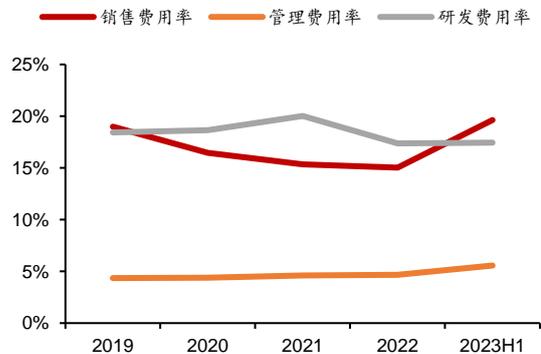
盈利能力稳定, 研发投入较高。公司 2019-2022 年毛利率围绕 60% 小幅度波动, 2023H1 显著提升至 65.21%。净利率整体呈平稳上升态势, 由 2019 年的 23.79% 提升至 2022 年的 25.55%, 2023H1 微降但仍保持较高水平, 盈利能力保持稳定。公司销售费用率和研发费用率处于较高水平, 2023H1 销售/管理/研发费用率分别为 19.63%/5.57%/17.44%, 同比+2.73pcts/+0.58pcts/-3.12pcts, 销售费用率稳步增长, 研发费用率略有下滑但仍处于较高水平。

图 18 普门科技利润率, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 19: 普门科技费用率, %



资料来源: Wind, 上海证券研究所

持续深耕双领域, 加速产品研发上市。公司已形成国内领先的医疗器械产业化平台, 其中在治疗与康复领域实现了从“单一产品”到“系列化产品线”再到“多系统解决方案”的产业化突破。公司持续聚焦在皮肤医美和临床医疗两大产品线核心技术的升级和开发。在皮肤医美产品线, 2023H1 公司采用全新超声聚焦技术, 推出超声治疗仪产品, 已取得 NMPA 认证; 推出全新一代采用聚焦式超声波技术的超声治疗仪(超声 V 拉美)产品, 助力公

司在医美领域向前迈进一大步。在体外诊断领域，截至 2023H1，公司共有 49 项主要在研项目，其中 3 项已获证。未来将继续强化体外诊断领域的技术优势和治疗与康复领域的先发优势，专注于完善相关产品线，以满足日益增长的市场需求。

表 1：普门科技主要研发成果

领域	产品名称	产品图片
体外诊断	全自动生化分析仪 (Ai2000)	
	全自动红细胞渗透脆性分析仪 (RA-800/RA-800Plus)	
治疗与康复	超声 V 拉美 (全新一代超声治疗仪)	
	冷拉提 (LC-580 体外冲击波治疗仪)	
	面罩式光子美容仪	

资料来源：普门科技微信公众号，上海证券研究所

公司股权激励彰显长期发展信心。公司推出 2023 年股权激励计划，拟向激励对象授予 809 万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 426.16 百万股的 1.90%，不设置预留权益。激励计划的考核年度为 2023-2025 年，即以 2022 年营收或净利润为基数，2023-2025 年营收增速或净利润增速目标值 30%/60%/90%。计划授予的激励对象人数合计 188 人，包括公司技术骨干及业务骨干。此次股权激励计划充分绑定核心员工及技术骨干与公司利益，彰显公司长期发展的信心。

2.3 新消费板块

若羽臣：2023H1 净利润实现高增，自有品牌加速成长。2023H1 公司实现营收 5.92 亿元，同增 10.55%；归母净利润 0.23 亿元，同增 147.61%；扣非后归母净利润 0.22 亿元，同增

143.66%。其中 2023Q2 实现营收 3.09 亿元，同增 23.19%；归母净利润 0.16 亿元，同增 181.25%。公司上半年归母净利润实现三位数亮眼增长。

打造自有品牌第二增长曲线，绽家稳态高增。2021 年，公司推出自有品牌业务，并不断完善产品布局，经过两年多的发展，自有品牌已正式成为公司第二增长曲线，成为拉动公司业绩的增长引擎。2023H1 旗下自有品牌营收 1.1 亿元，同增 92%，占比营收 18%。自有品牌绽家、悦境安漫持续健康增长。**在渠道端**，绽家在各个渠道表现尤为亮眼。天猫旗舰店营收占比 39%，营收同比增长 28%；抖音渠道占比 33%，营收同比增长超 100%，小红书、京东等多个渠道继续保持着双位数增长。在加强线上精细化运营的同时，绽家还稳步拓展线下渠道，已成功入驻山姆和盒马超市。**在产品端**，绽家不断丰富产品线。以家居场景精细化需求为导向，推出新品地板清洁水，上市首月销售额破百万，并冲登天猫细分品类 TOP1。2023 年 4 月、5 月，绽家分别在李佳琦、章小蕙直播间惊艳圈粉，产品上架即售罄。618 大促期间，绽家销售同比增长超 100%，霸榜细分品类前三名。高端香氛品牌悦境安漫旗下多款香氛夜灯持续热卖，成功跻身天猫新商 618TOP 榜单，在全周期成交店铺榜中位列第 4。

拓展多渠道生意业务，淘外营收占比接近一半。2023H1 公司淘系之外的营收占比已接近一半。抖音、京东、小红书等平台占比达 47.85%。其中，公司在抖音营收实现 0.75 亿元，同增 138%，占总营收的 13.08% (+6.67pcts)，上半年成功获得“巨量引擎 2022 年度入海电商新势力大奖”。

业务结构持续优化，代运营业务健康增长。在新合作品牌方面，23H1 公司新引进 Attenir/艾天然、康王、SHEVEU 赛逸、健美生等知名品牌，同时为拜耳、DokkanAbradas、素力高、赛斯德玛、正官庄等客户拓展多渠道。在渠道方面，抖音营收同增 138%，持续增长，多渠道经营能力不断增强。38 大促期间公司代运营的多个品牌位列平台 TOP 榜单，获得亮眼增长，618 大促期间公司 35 个合作品牌店铺稳居细分品类前 5。

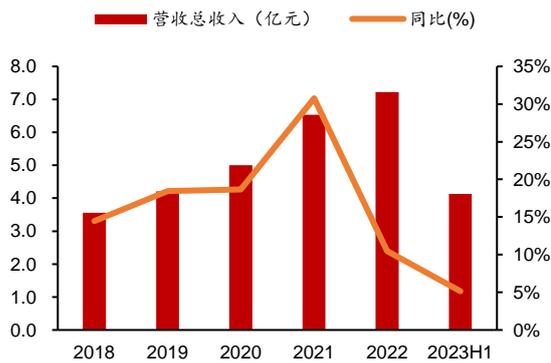
百龙创园：国内益生元和膳食纤维龙头，产品结构优化提振业绩

国内优秀益生元和膳食纤维生产商。公司成立于 2005 年，是一家从事益生元系列产品、膳食纤维系列产品、其他淀粉糖（醇）系列产品和健康甜味剂产品的研产销的国家高新技术企业。公司于 2021 上市，是国内规模较大、产品品种较全、生产技术水平较

高的益生元和膳食纤维生产企业。其主要产品有抗性糊精、低聚果糖、低聚异麦芽糖、聚葡萄糖、低聚半乳糖、低聚木糖、水苏糖、阿洛酮糖、异麦芽酮糖、结晶果糖、麦芽糖醇等。先后获得多项国内外认证，在食品安全、质量管理等方面拥有较高的水平。

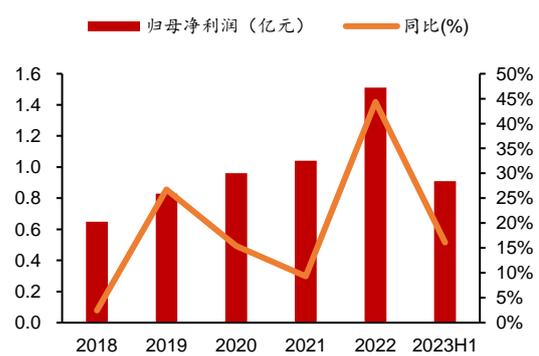
业绩符合预期，产品结构进一步优化。公司2023H1营收4.13亿元，同增5.15%；归母净利润0.91亿元，同增16.12%；扣非后归母净利润0.85亿元，同增14.61%。其中，2023Q2实现营收2.18亿元，同增12.10%；归母净利润0.47亿元，同增23.67%，业绩实现稳步提升，趋势向好。**分业务看**，膳食纤维系列2.13亿元，同增23.93%（占比51.55%）；益生元系列1.06亿元，同降26.85%（占比25.73%）；健康甜味剂系列0.81亿元，同增54.19%（占比19.64%）；其他淀粉糖0.07亿元，同降18.32%（占比1.62%）。益生元收入下降主要系因产能受限，公司将更多产能分配给膳食纤维和健康甜味剂，而得益于国内食品饮料客户对聚葡萄糖的需求持续，膳食纤维收入增长亮眼，占比逐年提升。

图 20：百龙创园收入及增速



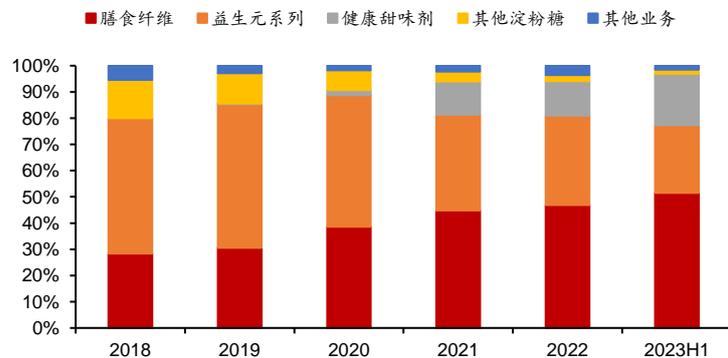
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 21：百龙创园归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 22：百龙创园分业务收入占比，%



资料来源：Wind，上海证券研究所

静待产能释放助力业绩增长。公司的产能利用率已趋近饱和，下游市场需求的进一步增长，为满足日益增长的市场需求，公司

在建的募投项目正有序推进。截止 2023H1, “年产 2 万吨功能糖干燥项目”已全面投产, 该项目建成后年可生产 8000 吨低聚果糖(粉体), 5000 吨抗性糊精(粉体), 7000 吨聚葡萄糖产品(粉体), 建成后预计可新增年收入 3.75 亿元。“年产 3 万吨可溶性膳食纤维项目”和“年产 1.5 万吨结晶糖项目”预计于 23 年 12 月顺利投产。随着新产能的逐步释放有望推动公司未来业绩持续上升。

3 行业新闻及公司公告

3.1 行业新闻

- 化妆品行业新闻:

1. 化妆品原料企业科思股份上半年营收 11.9 亿元

8 月 17 日, 科思股份发布了 2023 年半年度报告。报告显示, 2023H1 科思股份营收为 11.90 亿元人民币, 同比增长 45.09%; 归母净利润为 3.51 亿元人民币, 同比增长 138.69%。上半年营收增长主要系化妆品活性成分及其原料销量增加所致。上半年化妆品活性成分及其原料营收为 10.45 亿元人民币, 同比增长 60.33%。合成香料营收为 1.37 亿元人民币, 同比下跌 6.82%。其他原料营收则为 864.69 万元人民币, 同比下滑 60.56%。(来源: 中国化妆品)

2. 天赐材料上半年日化原料业务营收 4.88 亿元

8 月 15 日, 天赐材料发布了 2023 年半年度业绩报告。天赐材料 2023H1 营业收入为 79.87 亿元人民币, 同比下滑 22.93%; 归母净利润为 12.88 亿元人民币, 同比下滑 55.67%。天赐材料日化材料及特种化学品上半年营业收入为 4.88 亿元人民币, 同比下滑 9.61%, 占总营收 6.11%。关于营业收入下滑, 天赐材料表示原因之一是库存原材料影响, 产品成本较高, 因此整体营业收入下降幅度高于营业成本下降幅度。(来源: 中国化妆品)

3. 海文生物化妆品新原料完成备案

8 月 16 日, 国家药监局化妆品新原料备案信息平台显示, 海文生物的“ β -烟酰胺单核苷酸(国妆原备字 20230031)”完成备案, 进入监测期。海文生物本次备案的“ β -烟酰胺单核苷酸”为生物技术原料, 原料使用目的为保湿剂, 适用于除喷雾和口唇产

品外的各类化妆品。化妆品使用时的最大允许浓度需小于等于3.3%。公开资料显示，海文生物是一家集科研、制造、国内外市场为一体，以“医药健康、动物营养及美妆护理”为主业的高新技术生物科学企业。（来源：中国化妆品）

4. 化妆品原企业川宁生物上半年营收 24.17 亿元

8月22日，川宁生物发布2023H1财报。2023H1公司实现营业收入24.17亿元，同比增长21.84%；实现归母净利润3.91亿元，同比增长64.82%，归母扣非净利润3.93亿元，同比增长65.49%。8月21日川宁生物在回答投资者提问时表示，公司首个合成生物学项目红没药醇已进入销售阶段，用于化妆品制作。公司合成生物学未来产品领域将围绕保健品原料、生物农药、高附加值天然产物、高端化妆品原料等领域进行布局。（来源：中国化妆品）

5. 上半年浙江省化妆品出口额同增 53.64%

8月22日讯，2023H1浙江省首次备案国产普通化妆品11959个，同比增长19.9%；限额以上贸易单位化妆品零售额同比增长17.3%，高于全国化妆品零售增速8.7个百分点；全省化妆品出口额同比增长53.64%，占全国化妆品出口总额24.9%，位居全国第一。浙江省是化妆品产业大省，化妆品生产企业总数位居全国第二。（来源：中国化妆品）

6. 逸仙电商第二季度营收约 9 亿元

8月22日，逸仙电商发布2023年第二季度业绩报告。公告显示，逸仙电商第二季度实现营收约8.59亿元人民币，同比下滑9.8%。净亏损1.085亿元人民币，同比收窄59%。Non-GAAP净亏损4630万元人民币，同比收窄77.7%。其中，护肤业务实现营收约3.25亿元人民币，同比上涨2.3%，占总营收的比例为37.9%，并且连续五个季度保持在总营收30%以上的水平。彩妆业务净收入同比下降16.6%。（来源：中国化妆品）

7. 科蒂 2023 财年净营收约 55.5 亿美元

8月22日，科蒂（Coty）集团发布了2023财年年报以及第四财季业绩报告。在截至6月30日的十二个月内，科蒂集团净营收约55.5亿美元，同比增长5%；净利润约4.95亿美元，上涨126%；调整后的EBITDA（息税前利润）约9.73亿美元，同比上涨7%。第四财季该集团净营收约13.5亿美元，同比上涨16%；净利润约

2960 万美元，较上一年扭亏为盈。调整后的 EBITDA 约 1.65 亿美元，同比上涨 25%。（科蒂集团财报）（来源：中国化妆品）

8. 豫园股份上半年营收约 274 亿元

8 月 22 日，豫园股份发布 2023 年半年度财报。2023H1 豫园股份实现营业收入 274.44 亿元人民币，同比增长 21.86%；归母净利润 22.18 亿元人民币，同比增长 225.83%。其全资子公司豫园美丽健康集团业务包括美容美妆、健康保健和宠物健康三大核心业务板块，旗下拥有蔚蓝之美、AHAVA、WEI 等化妆品品牌。（来源：中国化妆品）

9. 华业香料上半年营收 1.33 亿元

8 月 22 日，华业香料发布了 2023H1 财报。2023H1 华业香料营业收入录得 1.33 亿元人民币，同比上涨 11.56%；归母净利润为 172.03 万元人民币，同比下滑 89.49%。公开资料显示，华业香料主要从事内酯系列香料的研发、生产和销售。主要产品为丙位内酯系列香料和丁位内酯系列香料，广泛应用于食品饮料、日化、烟草、饲料等行业和领域。该公司 60% 以上的产品出口国外，客户包括芬美意、奇华顿、国际香料和宝洁等。（来源：中国化妆品）

10. 名创优品 2023 财年净利润大增 155%

8 月 22 日，名创优品发布截至 2023 年 6 月 30 日的 2023 财年全年及第四季度财务业绩报告。名创优品 2023 财年净利润达 18 亿，同比增长 155%，全球门店数达 5791 家。2023 年 7 月门店平均单店 GMV 增长约 14%，中国线下门店 GMV 同比增长超 25%，海外业务 GMV 同比增长约 50%。（来源：青眼资讯）

11. 环球新材收购韩国珠光颜料企业

8 月 23 日，环球新材国际控股有限公司（简称：“环球新材”）发布公告，宣布正式完成对 CQV 的收购。公告显示，协议于 2023 年 8 月 22 日成交后，环球新材国际持有 CQV 已发行股份的 42.45%，成为 CQV 的单一最大股东。CQV 已成为环球新材国际的非全资附属公司，其财务表现及状况将并入集团的账目。韩国 CQV 公司是全球著名珠光颜料企业，生产超过 800 种珠光颜料产品，销往全球 100 多个国家和地区。据 CQV 此前财报，CQV 在 2022 年录得收入 2.54 亿元人民币，其中 80% 来自化妆品和汽车产品贡献。环球新材是中国最大的珠光颜料供应商，以及全球份额第一的合成云母珠光颜料供应商。（来源：中国化妆品）

- 医美行业新闻：

1. 新氧第二季度营收 4.121 亿元，同比增长 33.3%

8 月 21 日，新氧公布 2023Q2 未经审计的财务业绩。数据显示，新氧 2023Q2 总收入为 4.121 亿元人民币（5680 万美元），同比增长 33.3%，环比增长 32.9% 创 2022 年以来的单季度收入新高。在非美国通用会计准则归属于新氧的净利润为 1550 万元人民币（210 万美元）（来源：医美行业观察）

2. 奥精医疗：胶原蛋白海绵项目已完成全部临床试验

奥精医疗 8 月 18 日在投资者互动平台表示，公司胶原蛋白海绵项目已完成全部临床试验，已提交中国第三类医疗器械产品注册申请。（来源：医美行业观察）

3. 典晶生物完成 B+轮融资

据“典晶生物”公众号报道，8 月 21 日，典晶生物宣布继在 2023 年 2 月完成 4000 万美元的 B 轮融资后，公司又成功完成了来自元禾辰坤和苏州宜和的 B+轮融资。2023 年，典晶生物总共筹集了超过 5000 万美元的风险投资，以快速推进多个临床前和临床项目。（来源：医美行业观察）

4. 蓝晶微生物与欧莱雅达成新研发合作

近日，蓝晶微生物与欧莱雅中国研发团队签署了生物合成工业化研发协议。此次合作，是欧莱雅集团在中国推进绿色科学变革的重要一步，旨在利用合成生物技术获取更加天然绿色的美妆成分。（来源：医美行业观察）

5. 奇致激光第二季度净利润同比增长 61.04%

奇致激光 8 月 22 日发布 2023Q2 报告称，2023Q2 归母净利润 1498.88 万元，同比增长 61.04%；营业收入 7784.48 万元，同比增长 28.89%。（来源：医美行业观察）

3.2 公司公告

【珀莱雅】8 月 22 日，公司发布关于 2022 年限制性股票激励计划部分限制性股票回购注销实施的公告。根据激励计划相关规定，因离职或绩效不达标，公司将回购注销已获授但尚未解除限售的限制性股票共计 10.54 万股。回购价格由 78.56 元/股调整为

55.493 元/股，回购注销日期为 2023 年 8 月 24 日。回购将涉及注册资本减少，已通知债权人程序。

【复锐医疗科技】8 月 23 日，公司发布中期业绩公告。2023H1 复锐医疗科技收益达到 1.716 亿美元，相较于截至 2022 年同期减少了 1.7%。毛利为 1.053 亿美元，较去年同期增加了 5.7%。期内母公司拥有人应占溢利为 1890 万美元，较去年同期减少了 8.4%。毛利率在这段时间内从 2022 年同期的 57.1% 增长至报告期的 61.4%。公司继续贯彻扩展全球直销办公室战略，期内直销收入占总收入的比例为 72.1%，较 2022 年同期的 64.8% 有所增加。

【固生堂】8 月 21 日，公司发布中期业绩公告。2023H1 公司收入从截至 2022 年同期的人民币 702.9 百万元增长了 40.3%，达到人民币 9.86 亿元。溢利净额也呈现增长趋势，从截至 2022 年同期的人民币 0.54 亿元（经重列）增加了 74.0%，达到人民币 0.93 亿元。经调整溢利净额也有显著增长，从截至 2022 年同期的人民币 0.62 亿元（经重列）增加了 63.8%，达到人民币 1.02 亿元。

【爱美客】8 月 25 日，爱美客发布半年报，公司 2023H1 实现营业收入 14.59 亿元，同比增长 64.93%；实现净利润 9.63 亿元，同比增长 64.66%。同时，公司发布半年度利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 18.48 元（含税）。合计派发现金股利近 4.00 亿元（含税），占 2023 年半年度归母净利润的 41.5%。

【美丽田园医疗健康】8 月 24 日，公司发布中期业绩公告，公告显示公司 2023H1 取得收入人民币 10.37 亿元，同比增加 41.2%；净利润 1.21 亿元，同比增加 510.2%；经调整净利润 1.31 亿元，同比增加 159.1%；每股基本盈利 0.49 元。

【依依股份】8 月 25 日，公司发布 2023 年半年度报告，报告显示 2023H1 公司营业收入为 6.28 亿元，比上年同期下降 14.06%。归属于上市公司股东的净利润为 4.50 亿元，同比减少 31.13%，扣除非经常性损益后的净利润为 4.33 亿元，下降 11.58%，经营活动产生的现金流量净额达 10.37 亿元，增长 70.10%，基本和稀释每股收益为 0.24 元，同比减少 31.43%。

【百龙创园】8 月 25 日，公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营业收入 4.13 亿元，同比增长 5.15%；主营业务

收入为 4.07 亿元，同比增长 7.70%；归母净利润为 0.91 亿元，同比增长 16.12%。

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。