



商业贸易

优于大市（维持）

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

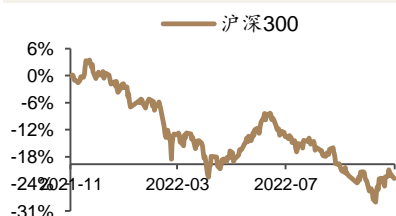
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《2022年化妆品双十一点评-双十一各平台表现分化,品牌端洗牌阶段国产替代明确》, 2022.11.15
- 2.《科思股份(300856.SZ): 22Q3利润率持续创新高,延续高景气》, 2022.10.31
- 3.《华熙生物(688363.SH): 22Q3业绩符合预期,销售费用改善》, 2022.10.30
- 4.《珀莱雅(603605.SH): 收入利润增速贴近预告上限,业绩亮眼》, 2022.10.27
- 5.《爱美客(300896.SZ): 盈利能力持续提升,公司22Q3收入略超预期》, 2022.10.26

鲁商聚焦大健康潜力可期, 继续低位看多医美板块

——11/14-11/18 美容护理周报

投资要点:

- **化妆品周观点:** 本周鲁商发展公告拟剥离地产业务, 公司福瑞达生物旗下具有瓊尔博士、颐莲、善颜等潜力国货品牌, 多品牌矩阵逐步显现。其中颐莲具有国货喷雾代表的玻尿酸补水喷雾大单品, 瓊尔博士主打微生态护肤, 产品矩阵从较为平价的氨基酸洁颜蜜及益生菌精研平衡水乳起家, 后基于独家专利成分“褐藻醣粹”推出定价488元的反重力酵萃水乳和定价468元的闪充精华液, 定价突破原有的100-150元价格带。公司化妆品业务本身具有自身较强的运营能力和灵活的市场嗅觉, 依托集团层面专利成分和原料实力, 渠道层面抓住抖快等新兴渠道, 截至双十一收官, 全渠道销售额同比去年增长76.68%, 其中抖音/快手分别同增125.27%/136.21%。我们认为随着地产业务的剥离, 将增强美妆原料等大健康板块的估值修复, 市场将进一步提高对公司化妆品业务的关注度, 目前公司旗下瓊尔博士处于产品系列孵化和产品定位提升的重要阶段, 客单价和品牌势能提升具有较大潜力, 继续推荐关注。
- **医美周观点:** 医美作为内需消费中具有良好长期成长性的稀缺赛道, 龙头公司业绩高增长且持续验证。我们团队低位推荐医美板块估值修复机会, 后续预计在疫情防控更加精准科学+官媒陆续发文支持消费&内需+龙头公司(爱美客、朗姿股份等)估值且同样处较低水平, 中期维度下我们认为医美板块有望迎来基本面和估值面的双修复机会, 目前继续重点看好医美配置机会!
- **行业新闻:** 深圳再出政策支持大健康产业发展, 推动医美高质量发展。深圳市近期就大健康产业创新中心征求意见, 自2021年提出打造“医美之都”后, 陆续颁布多条政策支持行业的发展, 覆盖政府部门增加+明确制度细节+打通医美产业链完整环节+以资金鼓励提供实质性扶持, 鼓励优质合规供给、积极支持企业发展, 同时政府也提出需要“加强医疗美容行业监督规范”, 包括完善医疗美容机构的执业标准、主治医师备案管理工作、建立信息沟通机制、强化可溯源性、成立深圳市医疗美容质量控制中心, 在鼓励供给端发展的同时不忘合规重要性。我们认为医美行业多项政策的出台优化行业供给, 引导行业合规有序发展, 以安全医疗为基础, 消费者追求高品质生活, 看好医美行业合规、高速、高质量的发展。
- **重点公司更新:** (1) **鲁商发展:** 拟剥离地产业务, 聚焦大健康业务, 剩余其他业务2021年收入合计约31亿元, 归母净利润合计约2.5亿元; 2022年1-9月收入合计约25亿元, 归母净利润合计约2亿元。(2) **新氧:** 发布22Q3业绩, 收入、利润均承压。(3) **江苏吴中:** 旗下医美首款产品“婴芙源”在今年9月正式面世后, 现在已经实现营业收入。
- **投资建议:** 近期官媒对消费和内需的暖风频至, 我们认为官媒发声对市场担忧严监管的行业估值修复有重要意义, 且根据我们跟踪各地政策, 目前政策更多以围绕引导行业健康发展为主, 监管违规乱象, 继续重点推荐美护板块复苏+估值修复弹性, 把握美护3大主线: (1) **医美上游厂商:** 刚需轻医美+强消费韧性: 推荐爱美客, 重点关注华东医药、江苏吴中; (2) **医美下游机构:** 供给出清+复苏领先: 继续推荐朗姿股份、重点关注医美健康; (3) **功能性护肤品:** 需求稳健+国货崛起: 重点推荐珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展、巨子生物。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 市场竞争加剧风险; 疫情反复风险。

行业相关股票

股票 代码	股票 名称	EPS			PE			投资 评级	
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	上期	本期
300896.SZ	爱 美 容	4.43	6.71	9.63	121.1	73.40	51.14	买入	维持
603605.SH	珀 莱 雅	2.87	2.66	3.45	72.58	63.21	48.74	买入	维持
688363.SH	华熙生物	1.63	2.05	2.79	70.24	55.84	41.03	买入	维持
300957.SZ	贝 泰 妮	2.04	2.86	3.95	94.39	47.38	34.30	买入	维持
600223.SH	鲁商发展	0.36	0.24	0.46	36.81	43.88	22.89	买入	维持
002612.SZ	朗姿股份	0.42	0.08	0.49	74.84	295.00	48.16	增持	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 11 月 21 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 政策支持大健康产业，推动医美高质量发展	5
1.1. 政策支持大健康产业，推动医美高质量发展	5
1.2. 行业资讯	6
1.3. 重点公司公告	7
2. 投资建议	8
3. 风险提示	8

图表目录

表 1: 深圳市政府推出多项政策支持医美产业发展	6
表 2: 重点关注公司盈利预测 (2022/11/21)	8

1. 政策支持大健康产业，推动医美高质量发展

1.1. 政策支持大健康产业，推动医美高质量发展

2022年11月16日，深圳市发展和改革委员会发布通知，《征集生物医药、高端医疗器械和大健康产业市级产业创新中心》，就生物医药、高端医疗器械、大健康三大产业集群计划征求意见，其中生物医药产业方向包括：化学创新药、细胞与基因、合成生物学、脑科学、AI+药物研发；高端医疗器械产业方向：高端医学影像、体外诊断、高端植介入、医用机器人、大型医疗设备；大健康产业方向：医疗美容、精准医疗、康复养老、化妆品、精准营养、现代农产品。

深圳当地政府多次发布政策，支持大健康产业发展。继成都提出打造“医美之都”后，深圳2021年开始提出发展医美产业，两年的时间内深圳市颁布多条医美支持政策，呈现多个特征：

1) 覆盖政府部门增加：以深圳市发改委牵头，实现了市场监管局、卫生健康委、医疗保障局等多部门的全覆盖，部门间各司其职、明确管辖直属；

2) 明确制度细节：最新的通知（2022年11月16日发布《关于征集生物医药、高端医疗器械和大健康产业市级产业创新中心的通知》）将目标划分为区级，明确打造前海、罗湖、盐田、大鹏、坪山等地区：罗湖区定位为大健康综合发展生态带，打造以医疗美容、智慧健康服务、精准医疗、化妆品等为主的高质高端大健康产业集聚区；坪山区定位为美丽康复产业引领区，建设深圳美丽谷，打造高端化妆品产业集聚区以及康复辅助器具产业园区；

3) 打通医美产业链完整环节：（i）设备端：发展用于皮肤美容、口腔美容、中医美容的医用激光、光子、射频及超声设备等等医疗器械；（ii）产品端：支持发展肉毒素、重组人表皮生长因子等医疗美容药品，用于抗衰老药物；（iii）医美机构：支持建设国际性、专业化、规范化的规范医疗美容机构，推动发展医疗美容产业跨越性规范发展。

4) 以资金鼓励提供实质性扶持：2022年7月26日通过新政策对医美产业给予资金支持，例如新取得II/III类设备类的医疗器械注册证的，单个品种分别最高给予300/500万一次性奖励、完成II/III期临床试验的生物类医疗美容产品给予200/300万奖励。

我们认为深圳市2021年提出打造“医美之都”后，多条政策支持行业的发展，部门分工明确、扶持范围明确、扶持力度较高，鼓励优质合规供给、积极支持企业发展，同时政府也提出需要“加强医疗美容行业监督规范”，包括完善医疗美容机构的执业标准、主诊医师备案管理工作、建立信息沟通机制、强化可溯源性、成立深圳市医疗美容质量控制中心。同时，近期互联网、游戏等行业呈现多项边际变化，例如人民日报11月11日撰文“中国互联网是造福人民的互联网”、人民财评11月16日评论“深度挖掘电子游戏产业价值机不可失”，释放出的积极信号为板块增强信心。

我们认为，医美行业多项政策的出台优化行业供给，加速不合规的机构、产品出清，引导行业合规有序发展，医美行业的发展需以安全医疗为基础，弘扬正

确的价值观，人民对美好经济的向往不可逆，在基础消费上赋予更高的品质追求，看好医美行业合规、高速、高质量的发展，板块投资情绪有望提振。

表 1：深圳市政府推出多项政策支持医美产业发展

时间	相关部门	文件	支持政策
2021/4/26	深圳市发展和改革委员会	《深圳市关于加快商贸高质量发展建设国际消费中心城市的若干措施(征求意见稿)》	提出围绕医美产业研发端、应用端和消费端等关键环节，加强规划布局和产业扶持，吸引人才、资金和市场主体加快聚集，培育“美丽经济”新赛道的领先企业，打造国际知名“医美之都”。
2021/7/9	深圳市人民政府办公厅	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案(2021—2023年)》	扩大高水平医疗健康服务供给，推进深港跨境医疗服务衔接，探索允许特定医疗机构进口临床急需、在境外获批的药品和医疗器械，支持医疗美容机构集团化发展，打造全国领先、全球知名的“医美之都”。
2022/7/1	深圳国家高新技术产业创新中心	《深圳市培育发展大健康产业集群行动计划(2022-2025年)》	涵盖医疗美容、化妆品等健康服务业及其为其提供支撑的医疗美容设备、高端化妆品等健康制造业，2021年医疗美容激光设备占据全国15%左右的市场，突破激光、光子和再生医美材料等核心技术，研制前沿医疗美容设备，支持化妆品创新原料研发、配方和生产工艺设计开发，打造“华强北-罗湖口岸-文锦渡-莲塘-沙头角口岸”医疗美容带及坪山深圳美丽谷等多个产业片区，强化医疗美容的服务供给，支持开发新型医疗美容产品及设备，开发基因和细胞抗衰老技术，搭建美容产业数据共享平台，依托重点医美企业与高效合作搭建创新技术研发、转化平台，探索医疗美容保险服务、打造医美创新联盟
2022/7/26	深圳市发展和改革委员会	《深圳市促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	<p>支持电子类医疗美容产品。积极发展用于皮肤美容、口腔美容、中医美容的医用激光、光子、射频及超声设备，水光仪、内窥镜等医疗器械。对新取得II类、III类医疗器械注册证的，单个品种分别给予最高300万元、500万元一次性奖励。对进入创新医疗器械特别审批或优先审评程序，并取得医疗器械注册证书的产品，单个品种资助上限再提高100万元。单个企业每年累计获得资助最高不超过1000万元。</p> <p>支持生物类医疗美容产品。积极发展抗衰老药物，支持发展肉毒素、重组人表皮生长因子等医疗美容药品，对取得临床批件的，给予最高100万元奖励。对完成II、III期临床试验的，分别给予最高200万元、300万元奖励。对取得药品注册批件的，给予最高500万元奖励。对于自主研发，并获得美国FDA、欧洲EMA等国际药品生产规范(cGMP)认证的，给予最高不超过200万元资助。</p> <p>支持医疗美容服务行业。支持建设国际性、专业化、规范化的规范医疗美容机构，推动发展医疗美容产业跨越性规范发展。对新获得JCI(国际医疗卫生机构认证联合委员会)国际认证的医疗美容机构(企业)，择优按项目总投资20%予以资助，最高不超过1000万元。制定深圳医疗美容服务行业标准，择优给予最高不超过50万元资助。积极打造医疗美容之都，促进医疗美容服务机构发展壮大。</p> <p>加强医疗美容行业监督规范。完善医疗美容机构的执业标准，督促做好医疗美容主诊医师备案管理工作。建立常态化信息沟通共享机制，加强行业监管，依法查处违法违规行。构建透明可溯源的查询平台，推动医疗美容行业规范化经营。成立深圳市医疗美容质量控制中心，促进医疗服务水平提升和医疗质量持续改进。</p>
2022/11/15	深圳市发展和改革委员会	《关于征集生物医药、高端医疗器械和大健康产业市级产业创新中心的公告》	<p>医疗美容品质提升工程。支持开发牙科种植体、再生型医疗美容材料、美容激光仪、热玛吉、超声刀等新型医疗美容产品及设备。开发基因和细胞抗衰老技术，发展以个性化定制为特色的医疗美容项目，吸引国际医疗美容机构聚集。依托企业和行业协会，整合深圳市医疗美容机构资源，打造医美创新联盟。聚焦互联网医疗+健康大数据，搭建美容产业数据共享平台。推动产学研医结合，依托重点医美企业与高校合作，搭建创新技术研发、转化平台。探索医疗美容保险服务。建立行业规范，加强行业监管。加快培养医疗美容医师等从业人员，加速推进企业资质认定及从业人员资格认证规范化进程。</p>

资料来源：深圳市发展和改革委员会官网、德邦研究所

1.2. 行业资讯

11.14：国家药监局对外发布《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告(2022年第103号)》，以加强医用透明质酸钠(玻璃酸钠)产品的监督管理，进一步规范相关产品注册(备案)。(国家药监局官网)

11.15：上海相宜本草化妆品股份有限公司已与中金公司签署上市辅导协议，拟A股挂牌上市。(青眼)

11.15：资生堂中国在集团150周年中国发布会上宣布其全新增长计划，投资本土创新的计划也进一步加码，其专项投资基金——资悦基金的规模最高可达10亿人民币，将携手创健医疗部署医美赛道。(资生堂中国官网)

江苏吴中：11/15：业绩说明会披露：公司旗下医美首款产品“婴芙源”在今年9月正式面世后，现在已经实现营业收入。（财联社）

11.16：雅诗兰黛集团宣布将以约28亿美元的价格收购时尚品牌Tom Ford，这是一项长期的授权协议基础上达成的。这是雅诗兰黛有史以来最大的一笔收购。此次收购仍有待监管部门的批准，预计将于2023年上半年完成。（医与美产业笔记）

11.17：市场监管总局发布公告，表示前10月共查办医美领域不正当竞争案件277件，将继续加大工作力度，连续部署开展反不正当竞争专项执法行动，对医美等重点领域不正当竞争行为，持续保持高压态势。（市场监管总局官网）

11.18：海南省市场监管局发布公告：为规范和加强医疗美容广告监管，有效维护医疗美容广告市场秩序，保护消费者合法权益，对全省广告市场主体在广告设计、制作、代理、发布等过程中，应注意的事项作出监管提示。海南省市场监管局提醒全省各广告市场主体，医疗美容广告属于医疗广告，广告主必须依法取得医疗机构执业许可证才能发布或者委托发布医疗美容广告。（国家市场监督管理总局广告监督管理局官网）

11.14：美丽田园医疗健康产业有限公司向港交所主板递交上市申请，联席保荐人为摩根士丹利、海通国际、华泰国际。（医与美产业笔记）

11.19：爱茉莉太平洋集团旗下伊蒂之屋中国布局再调整，微信商城、天猫旗舰店暂停运营。（联商网）

1.3. 重点公司公告

鲁商发展：11/16：拟将公司持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至公司控股股东山东省商业集团有限公司或其所属公司，剩余其他业务2021年收入合计约31亿元，归母净利润合计约2.5亿元；2022年1-9月收入合计约25亿元，归母净利润合计约2亿元。

华东医药：11/16：全资子公司杭州中美华东制药有限公司与美国合作方ImmunoGen, Inc.的合作研发项目——用于治疗铂耐药卵巢癌的全球首创ADC药物ELAHERE™获得美国食品药品监督管理局（FDA）加速批准上市。

贝泰妮：11/17：持股5%以上股东天津红杉聚业于2022年9月27日至2022年11月16日期间通过大宗交易方式合计减持公司总股本的3.00%，减持计划实施完成。

新氧科技：11/18：发布第三季度财务业绩，总收入为4550万美元/-25%，归属于公司的净利润为30万美元/-66%；Non-GAAP净利润为140万美元/-66%。

2. 投资建议

(1) 美护板块作为内需消费中具有良好成长性的稀缺赛道，龙头公司动销数据和行业的渗透率提升逻辑受到疫情影响较小，持续验证美护消费的类刚需属性和成长性。在科学精准的防疫下，相信社会出行及经济活动均有望持续向好，基本面向上可期！

(2) 近期官媒暖风频至，我们认为官媒发声对市场担忧严监管的行业估值修复有重要意义，且根据我们跟踪各地政策，目前政策更多以围绕引导行业健康发展为主，监管违规乱象，非合规机构出清，利好龙头优质企业！

继续重点推荐美护板块复苏+估值修复弹性，把握美护 3 大主线：

- 1) 医美上游厂商：刚需轻医美+强消费韧性：重点推荐爱美客，重点关注华东医药、江苏吴中；
- 2) 医美下游机构：供给出清+复苏领先：重点关注朗姿股份、医思健康；
- 3) 功能性护肤品：需求稳健+国货崛起：重点推荐珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展、巨子生物。

表 2：重点关注公司盈利预测（2022/11/21）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）				PE(TTM)	PE		
		2021	2022E	2023E	2024E		2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	9.58	14.52	20.83	27.80	79.98	68.36	47.66	35.71
000963.SZ	华东医药	23.02	26.12	31.81	39.19	31.35	28.66	23.53	19.10
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	494.79	47.33
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	209.74	258.13	45.62	35.16
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	67.47	63.28	48.78	36.98
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	58.60	53.81	39.46	28.48
300957.SZ	贝泰妮	8.63	12.10	16.75	22.01	55.83	47.29	34.16	26.00
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	940.09	49.46	25.10	20.76
2367.HK	巨子生物	8.28	10.04	13.84	18.78	29.65	25.83	18.74	13.81

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2022 年 11 月 21 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币最新汇率 0.9177 测算，华东医药及巨子生物均采用 wind 一致预期净利润对应 PE，其余公司来自德邦研究所预测

3. 风险提示

(1) 宏观经济波动风险；若全球宏观经济大幅下行，则消费信心受挫，可能带来消费力较低，整体消费市场较为低迷。

(2) 市场竞争加剧风险；行业盈利能力较强，多数企业涌入市场可能带来竞争加剧风险；

(3) 疫情反复风险；疫情反复若无有效控制，或将影响经济恢复及消费恢复。

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。