商业贸易

优于大市（维持）

医美再迎地方性引导政策，把握行业底部布局机会

——11/28-12/2 美容护理周报

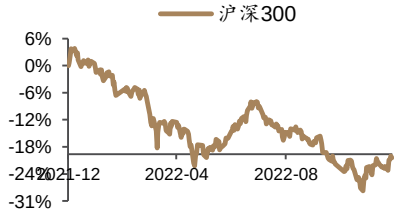
证券分析师

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.《贝泰妮（300957.SZ）：单品牌到平台化，匠心者方行致远》，2022.11.30
2.《——11/14-11/18 美容护理周报-鲁商聚焦大健康潜力可期，继续低位看多医美板块》，2022.11.22
3.《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
4.《科思股份（300856.SZ）：22Q3 利润率持续创新高，延续高景气》，2022.10.31
5.《华熙生物（688363.SH）：22Q3 业绩符合预期，销售费用改善》，2022.10.30

投资要点：

- **医美周观点：医美板块自 8 月以来回调充分，途中经历各地疫情影响线下动销、税收合规化政策担忧，目前景气度及政策层面负面因素均已基本消化，我们一直低位看好疫后医美板块需求和政策层面双修复并再次提示美护板块布局机会。**
- **化妆品周观点：化妆品双十一国货龙头国产替代延续，靓丽数据继续兑现化妆品行业强 α 逻辑，进入行业淡季，龙头公司回调充分，悲观情绪已经充分反应，由于化妆品销售存在季节性，我们建议在下一轮旺季大促之前重点关注各家新品推广、渠道布局的规划以把握最强 α，战略上建议在行业淡季阶段性底部布局。**
- **行业新闻：11 月 29 号庆元县市场监督管理局发布《医疗美容消费服务合同（示范文本）》（征求意见稿）。**示范文本主要就引导机构合法经营、保护消费者权益、震慑非法行医等违法行为、引导消费者合理维权为出发点；同时从公平角度出发，对于超出冷静期后双方责任进行合理分担、减少纠纷，同时引导消费者合理维权，对于“医闹”行为承担法律责任。主要从消费者权益角度出发，同时对消费者权益的表达也进行了引导，一定程度上保护了医疗美容机构的合理权益，体现政策的公正公平性，对医疗美容行业发展积极引导，呵护正规头部企业发展。
- **重点公司更新：（1）青松股份：**①发布定增预案，拟向林世达先生发行 0.72-1.01 亿股股票，发行完成后林世达先生将成为公司实控人；②公司于 11 月 29 日和 30 日分别收到青松化工剩余股权转让款 1.28 亿元和香港龙晟首笔股权转让款 1411.24 万元。**（2）科思股份：**发布可转债募集说明书（修订稿），预计总额不超过人民币 7.2 亿元，期限六年，募集资金将全部投资于高端个人护理品及合成香料项目（一期）、年产 2600 吨高端个人护理品项目。**（3）江苏吴中：**公告完成 2021 年限制性股票激励计划的预留授予登记工作。
- **投资建议：**医美地方性引导政策陆续出台验证此前我们强调的政策面修复预期，疫情下医美龙头业绩兑现度高，再生类新品推广均符合预期，验证行业需求的类刚需属性和成长性，我们认为随着宏观环境进一步走好，爱美客等龙头公司轻医美渠道下沉空间可观，产品增速有望再放量，继续享受轻医美渗透率提升红利！继续重点推荐美护 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、华东医药，重点关注江苏吴中；**（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，重点关注丸美股份、上海家化、水羊股份。
- **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 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021	PE 2022E	PE 2023E	投资评级 上期	投资评级 本期
300896. SZ	爱美客	4. 43	6. 71	9. 63	121. 1	73. 83	51. 47	买入	维持
603605. SH	珀莱雅	2. 87	2. 66	3. 45	72. 58	65. 26	50. 31	买入	维持
688363. SH	华熙生物	1. 63	2. 05	2. 79	70. 24	54. 29	39. 82	买入	维持
300957. SZ	贝泰妮	2. 04	2. 76	3. 72	94. 39	47. 56	35. 28	买入	维持
600223. SH	鲁商发展	0. 36	0. 24	0. 46	36. 81	45. 66	23. 17	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 12 月 2 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 医美地方性引导政策频出，促进行业健康发展 4
1.1. 医美地方性引导政策频出，促进行业健康发展 4
1.2. 行业资讯 5
1.3. 重点公司公告 5
2. 投资建议 6
3. 风险提示 7

图表目录

表 1：庆元县医疗美容消费服务合同起草说明包含以下重点问题 4
表 2：重点关注公司盈利预测（2022/12/02） 7

1. 医美地方性引导政策频出，促进行业健康发展

1.1. 医美地方性引导政策频出，促进行业健康发展

11 月 29 号庆元县市场监督管理局发布《医疗美容消费服务合同(示范文本)》(征求意见稿)，示范文本主要就引导机构合法经营、保护消费者权益、震慑非法行医等违法行为、引导消费者合理维权为出发点；同时从公平角度出发，对于超出冷静期后双方责任进行合理分担、减少纠纷，同时引导消费者合理维权，对于“医闹”行为承担法律责任。主要从消费者权益角度出发，同时对消费者权益的表达也进行了引导，一定程度上保护了医疗美容机构的合理权益，体现政策的公正公平性，对医疗美容行业发展积极引导，呵护正规头部企业发展。

表 1：庆元县医疗美容消费服务合同起草说明包含以下重点问题

重点问题说明	主体内容
引导机构合法经营	示范文本特别提示部分对医疗美容机构的资质、广告和价格方面合规经营问题进行了重点提醒，同时在合同正文第四条、第五条双方权利义务中特别强调了资质许可以及诊疗规范等合规方面的要求。一方面可以督促机构合法经营，另一方面也起到了引导消费者到正规机构接受服务的作用。
保护消费者权益	考虑到医疗美容服务的特点，为保护消费者权益，示范文本参照《消费者权益保护法》等法律法规，在合同正文第三条引入了七天冷静期的规定，赋予未实际接受服务的消费者在冷静期内单方提出解除合同并要求全额退款的权利；同时从公平角度出发，对超出冷静期后消费者要求解除合同时双方的责任进行了合理分担，有助于减少纠纷。
震慑非法行医等违法行为	医美行业中，无证行医、假药劣药等违法行为是造成乱象的主要原因之一。针对这种情况，合同正文第六条违约责任中规定，对以此类方式欺骗、误导消费者接受医疗美容服务的，消费者有权依法要求获得惩罚性赔偿，以达到震慑违法行为的目的。
引导消费者合理维权	部分消费者在发生纠纷后的不理性维权行为，严重影响了机构的正常经营活动。合同正文在第七条中，对双方争议解决方式进行了规定，并明确提醒消费者如有“医闹”行为将承担法律责任，有利于引导消费者采用合理方式维权，妥善化解消费矛盾。

资料来源：庆元县人民政府官网、德邦研究所

此前市场监管总局在 10 月发布《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》,各地市监局响应服务价格行为规范，更多的是对机构端的行为约束，目前来看全国性的“医疗美容服务合同”落地势在必行，我们认为地方性的示范文本和意见稿对后续全国性立法有参考性作用，既要强调消费者权益也要维护机构正当利益。

今年以来深圳等经济发达地区印发促进医疗美容行业发展的诸多措施。本次庆元县市场监督管理局发布征求意见稿，印证了多地政府对促进医疗美容行业规范健康持续发展的积极态度，我们认为政策层面今年以来一直围绕引导行业健康发展为出发点，未来将继续保护求美者的合法权益，保护合法机构的切实利益，实现“良币驱逐劣币”的社会治理效果，继续推动行业健康发展。

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。随着行业的发展，我们认为在医美监管法规层面也需要适时更新，全国性的“医疗美容服务合同”落地势在必行，其重要意义一方面保障消费者合法权益，杜绝行业乱象，另一方面在消费者维权的同时加以方法方式的引导，保护医疗美容机构的合理权益，促进头部优质企业集中度提升以谋得行业

健康发展。我们长期继续看好医美行业合规、高速、高质量的发展，中期认为后续板块投资情绪有望提振。

1.2. 行业资讯

11.29：欧莱雅集团发文宣布欧莱雅和法国生物技术公司 Microphyt 建立战略合作伙伴关系，欧莱雅的风险投资基金 BOLD 收购 Microphyt 的少数股权，并和 Microphyt 将建立一个技术平台，从微藻生物质中创造原材料，进一步推动可持续美容的步伐。（欧莱雅集团官网）

11.29：国家药监局网站发布公告，向社会公开征求《企业落实化妆品质量安全主体责任监督管理规定（征求意见稿）》意见。《征求意见稿》主要目的为督促企业落实化妆品质量安全主体责任，强化企业质量安全责任意识，规范化妆品质量安全管理行为，保证化妆品质量安全。（国家药品监督管理局官网）

11.29：中国消费者协会发文直指医美行业乱象，点明当前医疗美容存在的主要问题。中消协指出，2015-2020 年全国消协组织每年收到的医美行业投诉增长近 14 倍，根据投诉数据分析，当前医疗美容主要存在以下问题：部分医美机构证照不齐全，未取得医美经营许可或超范围经营；机构工作人员不具备执业资格，操作不规范；医疗产品渠道不明，部分医美机构使用假货、水货针剂以及山寨设备等；医美效果难以评估，服务质量与消费者预期仍有较大差距。（北京商报）

11.29：浙江省庆元县市场监督管理局发布《医疗美容消费服务合同（示范文本）》（征求意见稿）征求意见公告，旨在规范医疗美容服务行为，公平维护美容医疗机构和消费者合法权益，促进医疗美容行业规范健康持续发展。（庆元县市场监督管理局）

11.30：国家药监局综合司公开征求《关于做好第三批实施医疗器械唯一标识工作的公告（征求意见稿）》意见。《征求意见稿》指出列入第三批实施产品目录的医疗器械需开展唯一标识赋码、唯一标识注册系统提交、唯一标识数据库提交工作，2024 年 6 月 1 日起生效。（国家药品监督管理局）

12.1：湖北省市场监督管理局发布关于规范医疗美容商业营销行为的提醒告知书，以规范医疗美容商业营销行为，维护医疗美容市场秩序和消费者合法权益。（湖北省市场监督管理局）

12.1：日前印尼纯素美妆品牌 ESQA 宣布获得 600 万美元（约 4234.98 万元）的 A 轮融资。本次融资由联合利华旗下风投机构 Unilever Ventures 领投，新加坡投资机构 East Ventures 参投，本次投资也为 Unilever Ventures 在东南亚地区美妆领域的首笔投资。（WWD）

1.3. 重点公司公告

青松股份（11/28）：①公司发布《2022 年度创业板向特定对象发行 A 股股票预案（修订稿）》，拟向特定对象林世达先生发行数量不低于 71,910,113 股且不超

过 101,123,595 股 A 股股票，募集资金总额不低于 3.2 亿元且不超过 4.5 亿元，根据《上市公司收购管理办法》的规定，本次交易构成管理层收购。本次发行完成后，林世达先生将成为公司控股股东、实际控制人，林世达先生与一致行动人香港诺斯贝尔将合计持有公司股票占公司本次发行后总股本的比例不低于 20.27%且不超过 24.04%。②公司转让青松化工、香港龙晟两家全资子公司 100%股权事项正在进行中，2022 年 11 月 29 日，公司收到王义年先生支付的青松化工剩余股权转让款 1.28 亿元；2022 年 11 月 30 日，公司收到青松化工支付的香港龙晟首笔股权转让款 1411.24 万元。

科思股份（11/29）：公司发布《创业板向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书（修订稿）》，本次可转债发行总额不超过人民币 7.2 亿元，期限为发行之日起六年，募集资金将全部投资于高端个人护理品及合成香料项目（一期）、年产 2600 吨高端个人护理品项目。本次发行信用评级公司主体信用等级为“AA-”，本次可转债信用等级为“AA-”，评级展望为稳定。

江苏吴中（11/29）：①公司副总裁张帅鑫先生因个人原因，申请辞去公司副总裁职务，辞职后张帅鑫先生将不再担任公司任何职务。②公司发布《2021 年限制性股票激励计划预留授予结果的公告》，公司已于 2022 年 11 月 28 日办理完成 2021 年限制性股票激励计划的预留授予登记工作，本次授予 17 名核心技术人员及核心业务人员共 80.5303 万股限制性股票，占预留授予时股本总额比例的 0.11%。

2. 投资建议

（1）医美地方性引导政策陆续出台验证此前我们强调的政策面修复预期，我们认为各地方性政策的出台在行业层面对全国性医美行业立法有积极示范作用，对市场担忧严监管的行业估值修复有重要意义，目前政策一直更多以围绕引导行业健康发展为主，引导头部企业集中度提升，优质医美企业均为当地政府纳税大户，承担社会责任。

（2）美护板块作为内需消费中极具成长属性的稀缺赛道，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，疫情下医美龙头业绩兑现度高，再生类新品推广均符合预期，验证行业需求的类刚需属性和成长性，我们认为随着宏观环境进一步走好，爱美客等龙头公司轻医美渠道下沉空间可观，产品增速有望再放量，继续享受轻医美渗透率提升红利！

继续重点推荐美护 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、华东医药，重点关注江苏吴中；

（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，重点关注丸美股份、上海家化、水羊股份

表 2：重点关注公司盈利预测（2022/12/02）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	PE(TTM)	2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	9.58	14.52	20.83	27.80	86.38	73.83	51.47	38.56
000963.SZ	华东医药	23.02	26.12	31.81	39.19	30.61	27.98	22.98	18.65
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	461.11	44.11
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	225.44	277.46	49.04	37.79
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	69.59	65.26	50.31	38.15
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	59.12	54.29	39.82	28.73
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	54.23	47.56	35.28	27.12
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	867.84	45.66	23.17	19.17
2367.HK	巨子生物	8.28	10.04	13.49	17.90	28.92	25.19	18.76	14.13

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2022 年 12 月 2 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 0.91 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**
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。