商业贸易

优于大市（维持）

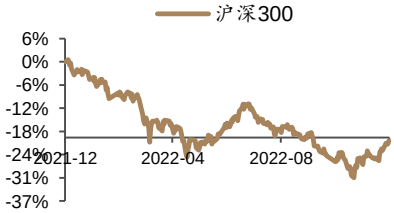
证券分析师

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.《——11/28-12/2 美容护理周报-医美再迎地方性引导政策，把握行业底部布局机会》，2022.12.5
2.《贝泰妮（300957.SZ）：单品牌到平台化，匠心者方行致远》，2022.11.30
3.《——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
4.《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
5.《科思股份（300856.SZ）：22Q3 利润率持续创新高，延续高景气》，2022.10.31

复盘美国后疫情美护行业，重视国内彩妆需求端复苏

——12/5-12/9 美容护理周报

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、税收合规化引起的政策层面担忧，目前景气度及政策层面负面因素均已基本消化。我们认为当下市场更多关注的是疫后行业景气度恢复情况、龙头来年的战略规划和行业潜在的新品情况，监管政策的不断推出会引导市场理性看待监管对行业健康发展的重要意义。**

- **化妆品周观点：我们复盘了海外疫情后化妆品公司收入端恢复情况，以护肤为主的公司疫情之后收入端略有恢复，彩妆行业收入恢复更为明显。根据魔镜数据，2021 年以来淘系平台彩妆行业表现主要是需求端销量走弱，客单价相对稳定；分品类来看底妆整体需求较有韧性，唇部彩妆影响较为明显，结合海外的彩妆公司销售情况我们认为在后疫情时代彩妆需求有望恢复，建议重点关注有彩妆品类布局的国货龙头公司。**

- **行业新闻：**①12 月 8 日国家市场监管总局等 11 部门联合治理医疗美容行业突出问题曝光一批违法案件。通告披露 7 例违法案件，其中最高罚款 468.71 万元。②12 月 9 日江西省宜春市市场监管局召开医疗美容行业突出问题专项治理工作推进会暨相关法律法规培训会，会议宣读了《宜春市市场监管局开展医疗美容行业突出问题专项治理工作实施方案》，对专项治理工作进行了工作部署，明确了工作任务、实施步骤以及职责分工。

- **重点公司更新：（1）青松股份：**12 月 5 日公告全资子公司诺斯贝尔近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》及《外观设计专利证书》。**（2）水羊股份：**12 月 6 日公司发布可转债募集说明书(修订稿)，本次可转债的发行总额为人民币 6.95 亿元。

- **投资建议：**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，医美龙头公司估值有望未来随着行业景气度恢复向上；目前进入化妆品销售淡季，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！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，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	78. 81	54. 94	买入	维持
603605. SH	珀莱雅	2. 87	2. 66	3. 45	72. 58	60. 98	47. 02	买入	维持
688363. SH	华熙生物	1. 63	2. 05	2. 79	70. 24	61. 32	44. 98	买入	维持
300957. SZ	贝泰妮	2. 04	2. 76	3. 72	94. 39	49. 36	36. 63	买入	维持
600223. SH	鲁商发展	0. 36	0. 24	0. 46	36. 81	47. 24	23. 97	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 12 月 9 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 复盘美国后疫情美护行业，重视国内彩妆需求端复苏 3
1.1. 美国后疫情时代美护公司收入端整体复苏，彩妆收入弹性较大 3
1.2. 国内彩妆需求承压，底妆需求较为稳定 4
1.3. 行业资讯 5
1.4. 重点公司公告 6
2. 投资建议 7
3. 风险提示 7

图表目录

图 1：21Q1 后美国头部美护公司收入逐渐恢复（亿元） 3
图 2：21Q3 后 ELF 收入体量恢复较为明显（亿元） 3
图 3：21 年以来淘系平台彩妆销售额逐月走弱 4
图 4：面部彩妆销售较稳定，唇部彩妆影响最大（亿元） 4
图 5：彩妆客单价相对稳定 4
图 6：2021 年以来面部彩妆 Top20 品牌中国货品牌市占率提升较为明显 5

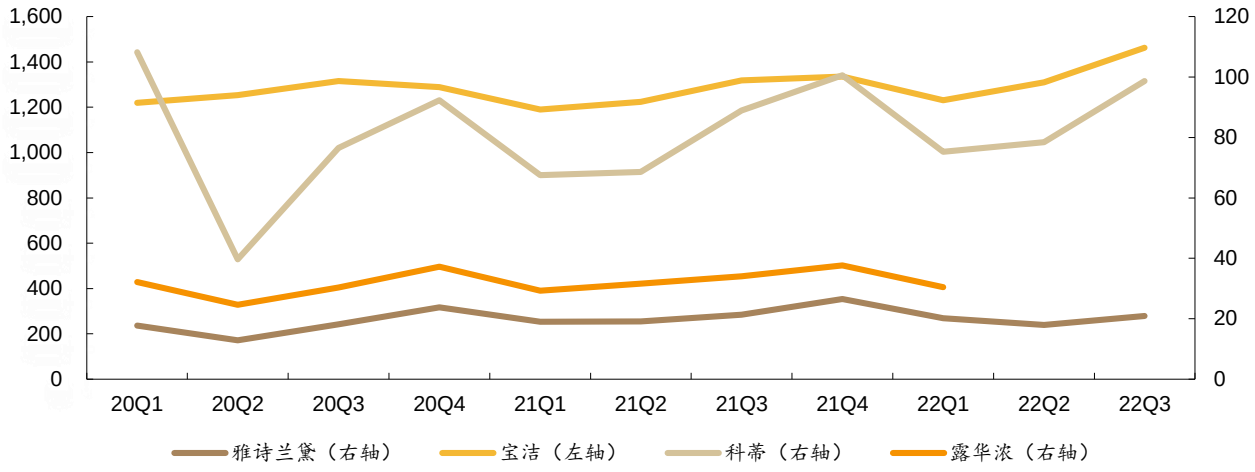
表 1：重点关注公司盈利预测（2022/12/09） 7

1. 复盘美国后疫情美护行业，重视国内彩妆需求端复苏

1.1. 美国后疫情时代美护公司收入端整体复苏，彩妆收入弹性较大

美国 2021 年防疫政策逐渐宽松以来，美护公司收入端整体呈现复苏趋势。雅诗兰黛疫情复苏前后表现较为稳定；宝洁和科蒂等收入体量较大的公司收入端从 2021 年 Q1 之后收入整体呈现回升态势，22 年单季度收入已接近或超过 20 年单季度水平。

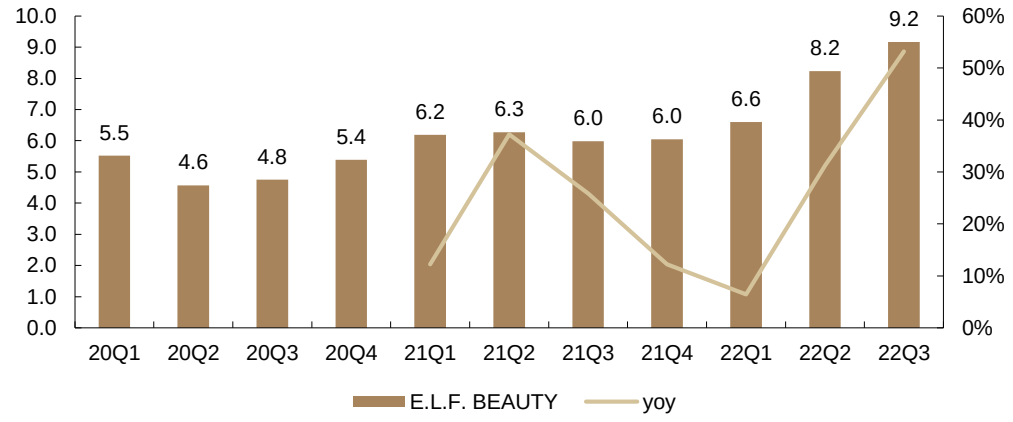
图 1：21Q1 后美国头部美护公司收入逐渐恢复（亿元）



资料来源：wind、各公司财报、德邦研究所
注：上述公司财年起始时间存在差异，图中数据按照季度进行统计绘制

我们整理发现美国后疫情时代收入恢复较为显著的有大众彩妆品牌 E.L.F，公司收入从 21Q3 开始收入体量显著恢复，季度销售额从 6 亿元爬坡到 22 年以来的 8 亿以上，创 2020 年以来的季度收入新高。虽然恢复节点相比护肤品牌及综合性彩妆集团拐点推迟 1-2 季度左右，但销售额的恢复弹性不容小觑。我们认为随着疫后放开的冲击影响递减后，有望看到彩妆行业随社交场景的恢复存在较大的收入弹性。

图 2：21Q3 后 ELF 收入体量恢复较为明显（亿元）

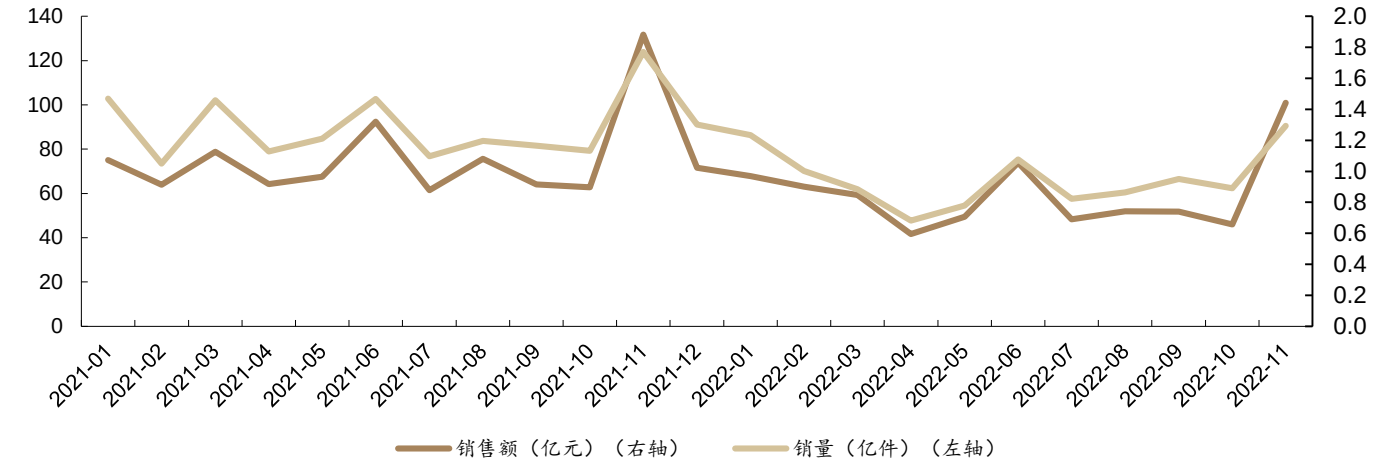


资料来源：wind、ELF 财报、德邦研究所
注：公司财年截止日为 3 月 31 日，图中数据按照季度进行统计绘制

1.2. 国内彩妆需求承压，底妆需求较为稳定

国内彩妆需求承压，客单价较为稳定。根据魔镜市场情报数据，淘系平台 2021 年以来月度销售及大促数据彩妆表现均走弱，21 年除大促外月度销售额维持在 60-70 亿左右，22 年以来月度销售额下滑至 40-60 亿左右。行业整体客单价较为稳定，维持在 50-60 元区间，我们判断主要是需求端走弱更为明显。

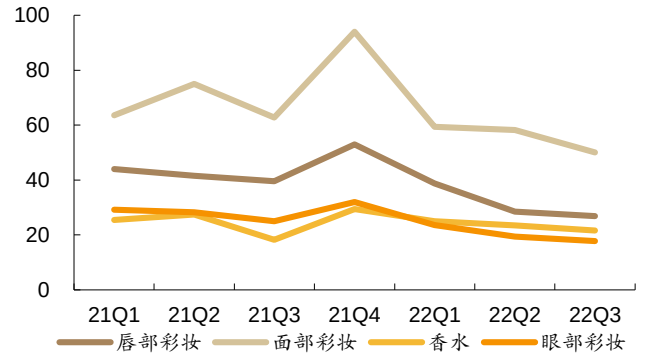
图 3：21 年以来淘系平台彩妆销售额逐月走弱



资料来源：魔镜市场情报数据、德邦研究所

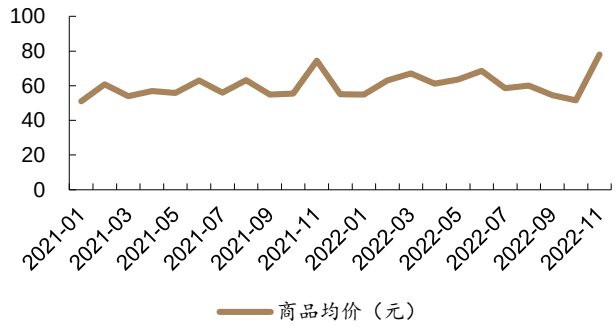
面部彩妆需求刚需性较强，唇部彩妆影响最大。分品类来看面部需求占比较大且需求端较为刚需，故而面部彩妆销售情况除 Q4 受大促影响外，整体波动较小；眼部彩妆由于整体销售额较小，整体波动不大；影响最大的为唇部彩妆，且从趋势来看 22 年 Q1 后销售额下行明显，我们认为主要是唇部彩妆属于较为可选品类，且消费场景带有社交属性，22 年一季度之后各地疫情影响需求端更为明显，在此背景下彩妆在后疫情时代随着出行影响变小，需求端或跟随社交需求复苏。

图 4：面部彩妆销售较稳定，唇部彩妆影响最大（亿元）



资料来源：魔镜市场情报数据、德邦研究所

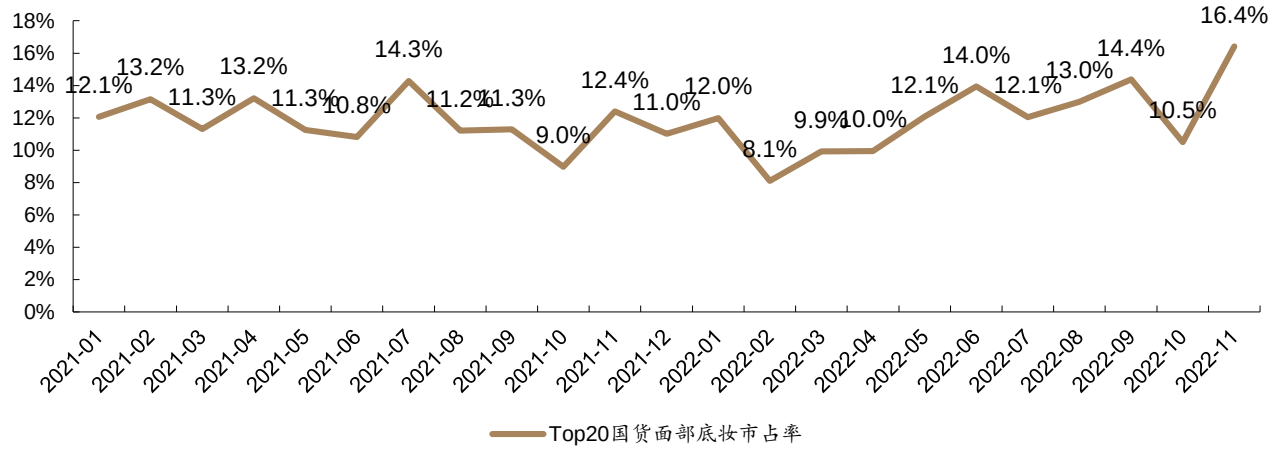
图 5：彩妆客单价相对稳定



资料来源：魔镜市场情报数据、德邦研究所

22 年以来国货底妆集中度逆势提升。21 年以来彩妆整体消费需求端受到疫情影响较大，行业整体较为平淡，行业整体处于洗牌阶段。面部底妆需求较为刚需，给予新品牌发展的土壤，我们统计了国货 Top20 底妆份额占行业整体的市占率情况，可以看到 2022 年以来国货底妆份额逆势提升，品牌端也涌现了珀莱雅旗下彩棠，丸美股份旗下恋火等具有辨识度和产品力的彩妆品牌，非上市公司中也有毛戈平、花西子等销售额较大的彩妆品牌获得一席之地。

图 6：2021 年以来面部彩妆 Top20 品牌中国货品牌市占率提升较为明显



资料来源：魔镜市场情报数据、德邦研究所

疫后看好美护行业整体复苏，建议关注彩妆品类需求弹性。结合美国疫后化妆品行业销售情况和分品类情况来看，行业在疫后存在整体复苏，其中彩妆复苏拐点和综合性行业相比略有 1-2 季度的推迟，但收入端复苏弹性较大。国内 21 年以来需求导致销售额走弱，品类来看唇部彩妆更为可选影响较大，面部彩妆需求较为刚性稳定，且 22 年以来国货在面部底妆整体话语权提升，产品力和品牌力整体逆势走强。结合海外的彩妆公司销售情况我们认为在后疫情时代彩妆需求有望恢复，建议重点关注有彩妆品类布局的国货龙头公司。

1.3. 行业资讯

12.3：联合利华贸易（上海）有限公司发布扩大召回计划，自 2022 年 12 月 3 日至 2023 年 6 月 2 日召回 2021 年 1 月 1 日之前生产的 THE LAUNDRESS 洗衣液、柔顺剂、家庭清洁用品，涉及 412.35 万瓶。此次召回是根据 THE LAUDRESS 美国最新的调查结果，在 2022 年 11 月 24 日实施的 THE LAUDRESS 产品召回活动基础上的扩大召回，两次共计召回数量为 593 万瓶。

12.6：据英国媒体《Industry》报道，平价美妆品牌 The Ordinary 宣布将在新的一年里停止生产其品牌所有彩妆产品。

12.6：信用中国网站日前公布了三篇关于北京薇琳医疗美容医院有限公司的

行政处罚决定书（京朝卫医罚〔2022〕1000 号、京朝卫医罚〔2022〕1002 号、京朝卫传罚〔2022〕0994 号），处罚日期均为 2022 年 11 月 29 日。行政处罚决定书（京朝卫医罚〔2022〕1002 号）显示北京薇琳医疗美容医院有限公司存在任用非卫生技术人员从事医疗卫生技术工作。

12.7：LVMH 旗下高端美妆 KENZO 凯卓发布闭店公告，宣布其天猫官方旗舰店将于 2022 年 12 月 30 日 23 点 59 分关闭。公告表示，闭店后 KENZO 凯卓将在中国丝芙兰渠道继续服务消费者。

12.7：近日，花王集团面向 Z 世代男性推出男士化妆品品牌 UNLICS。

12.8：国家药监局召开医疗器械上市后监管法规制度研究汇报会召开。会议认为，各研究工作组对近年来医疗器械监管领域出现的新业态、新情况、新问题，认真梳理，深入研究，提出健全完善相关政策制度意见，部分研究成果已转化实施，取得丰硕成果。目前已形成以《医疗器械监督管理条例》为核心，《医疗器械注册与备案管理办法》《体外诊断试剂注册与备案管理办法》《医疗器械生产监督管理办法》《医疗器械经营监督管理办法》等十三部规章和《医疗器械生产质量管理规范》《医疗器械经营质量管理规范》及其附录等若干规范性文件组成的较为完备的医疗器械监管法规制度体系。

12.8：国家市场监管总局等 11 部门联合治理医疗美容行业突出问题曝光一批违法案件。通告披露 7 例违法案件，其中最高罚款 468.71 万元。

12.9：江西省宜春市市场监管局召开医疗美容行业突出问题专项治理工作推进会暨相关法律法规培训会，会议宣读了《宜春市市场监管局开展医疗美容行业突出问题专项治理工作实施方案》，对专项治理工作进行了工作部署，明确了工作任务、实施步骤以及职责分工。

1.4. 重点公司公告

鲁商发展（12/3）：鲁商健康产业发展股份有限公司关于为下属公司提供担保的进展公告经公司股东大会批准，公司 2022 年担保预计额度 60 亿元。截止披露日，对控股公司和参股公司的累计担保余额为 328,990 万元(含控股公司之间 的担保)，占上市公司 2021 年末经审计的归属于母公司所有者权益的 69.60%。

青松股份（12/5）：全资子公司诺斯贝尔化妆品股份有限公司(以下简称 “诺斯贝尔”)近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》及《外观设计专利证书》。

水羊股份（12/6）：公司发布《向不特定对象发行可转换公司债券并在创业板上市募集说明书 (修订稿) 》。本次可转债的发行总额为人民币 69,498.70 万元，发行数量为 694.9870 万张，每张面值为人民 100 元，按面值发行。

华熙生物（12/7）：董事会审议通过《关于继续使用闲置募集资金进行现金管理的议案》12 个月内将最高不超过 3 亿人民币的暂时闲置募集资金进行现金管理，购买安全性高、流动性好、具有合法经营资格的金融机构销售的保本型投资产品，该 3 亿人民币额度可循环滚动使用。

2. 投资建议

（1）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，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、税收合规化引起的政策层面担忧，目前景气度及政策层面负面因素均已基本消化，医美龙头公司估值有望未来随着行业景气度恢复向上。

（2）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，目前进入化妆品销售淡季，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！

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，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 1：重点关注公司盈利预测（2022/12/09）

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	92.21	78.81	54.94	41.17
000963.SZ	华东医药	23.02	26.12	31.81	39.19	32.54	29.75	24.43	19.83
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	483.13	46.21
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	250.70	308.55	54.53	42.02
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	65.02	60.98	47.02	35.64
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	66.78	61.32	44.98	32.46
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	56.29	49.36	36.63	28.16
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	897.87	47.24	23.97	19.83
2367.HK	巨子生物	8.28	10.04	13.13	18.18	32.89	25.61	19.58	14.14

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2022 年 12 月 09 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币汇率 0.89 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。