商业贸易

优于大市（维持）

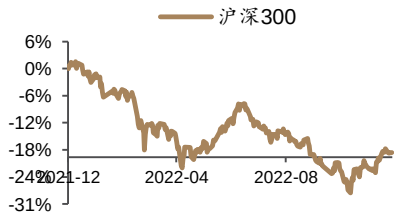
证券分析师

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.《——12/5-12/9 美容护理周报-复盘美国后疫情美护行业，重视国内彩妆需求端复苏》，2022.12.10
2.《——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
3.《贝泰妮（300957.SZ）：单品牌到平台化，匠心者方行致远》，2022.11.30
4.《——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
5.《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

美丽田园通过港交所聆讯，建议关注机构端复苏弹性

——12/12-12/16 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。通过复盘部分医美业内机构端公司今年业绩表现，无论是全国性还是区域性布局机构，在疫情下经营、客户到店及消费均产生较大影响，业绩增速、门店开设及爬坡速度出现不同程度放缓。近期全国疫情管控政策放开，当下各省市虽陆续面临感染高峰，但我们认为随疫情影响逐渐消退，看好明年需求恢复下到店消费提升，看好机构端开店节奏恢复及在精细化运营下新门店的爬坡情况，疫后景气度有望快速修复，建议重点关注布局医美机构端的业内头部公司。**
- **化妆品周观点：2022 年化妆品行业大盘增速出现波动，品牌端表现出现结构性分化，上周结束的双十二促销活动，在双十一虹吸效应+前期宣传力度较弱等因素影下，声量体量表现一般，至此 22 年促销节点全部结束进入行业淡季，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重点配置。**
- **行业新闻：**①美丽田园通过港交所上市聆讯，摩根士丹利、海通国际、华泰国际为联席保荐人。②雅诗兰黛中国创新研发中心在上海正式揭幕。③中韩医美生物科技（昆山）产业园开园暨爱恩斯中国总部开业仪式在江苏省昆山市举行，将瞄准打造百亿元级的医美产业集群。
- **重点公司更新：①鲁商发展：**公司拟将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商业集团或其所属公司，本次交易不涉及发行股份，尚处筹划阶段，目前公司已聘请审计、评估机构对标的资产展开审计评估工作，本次交易的有关事项正在积极推进中。**②丸美股份：**为进一步优化投资结构，促进公司长远发展，公司拟与纵横金鼎共同出资设立产业基金，该基金计划总规模为 4000 万人民币，公司作为有限合伙人拟出资人民币 3990 万元，占合伙企业 99.75%份额。
- **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. 31	54. 59	买入	维持
603605. SH	珀莱雅	2. 87	2. 66	3. 45	72. 58	61. 54	47. 44	买入	维持
688363. SH	华熙生物	1. 63	2. 05	2. 79	70. 24	63. 00	46. 21	买入	维持
300957. SZ	贝泰妮	2. 04	2. 76	3. 72	94. 39	49. 09	36. 43	买入	维持
600223. SH	鲁商发展	0. 36	0. 24	0. 46	36. 81	44. 08	22. 37	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 12 月 16 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 疫情影响经营状态拓店节奏，看好机构端复苏机会 3
1.1. 全国性机构：美丽田园覆盖百市，已通过港交所聆讯 3
1.2. 区域性机构：朗姿股份、奥园美谷区域集中性明显 7
1.3. 看好机构端疫后复苏弹性 8
2. 行业&公司资讯 9
2.1. 行业资讯 9
2.2. 重点公司公告 9
3. 投资建议 11
4. 风险提示 11

图表目录

图 1：22H1 营业收入/归母净利润同比下降 12.3%/81.2% 3
图 2：22H1 毛利率/净利率 42.8%/3.1% 4
图 3：22H1 销售费用持续下滑至 16.4% 4
图 4：22H1 朗姿医美业务实现营收 6.3 亿，同比增长 18.5% 7
图 5：22H1 奥园美谷医美业务实现营收 2.7 亿，同比增长 72.8% 7

表 1：22 年 3 月起，部分直营及加盟店相继暂时闭店 3
表 2：以直营+加盟模式扩大销售网络 4
表 3：19-22H1 医美业务营收及利润占比持续提升 4
表 4：22H1 三大业务活跃会员到店次数及平均消费均出现不同程度下滑 5
表 5：22H1 直营/加盟门店净增加 0/15 家 5
表 6：22H1 传统美容服务同店增速下滑 6
表 7：三业务单店利用率仍有较大提升空间 6
表 8：公司 2023-2026 年内生增长+战略性收购扩张计划 7
表 9：重点关注公司盈利预测（2022/12/16） 11

1. 疫情影响经营状态拓店节奏，看好机构端复苏机会

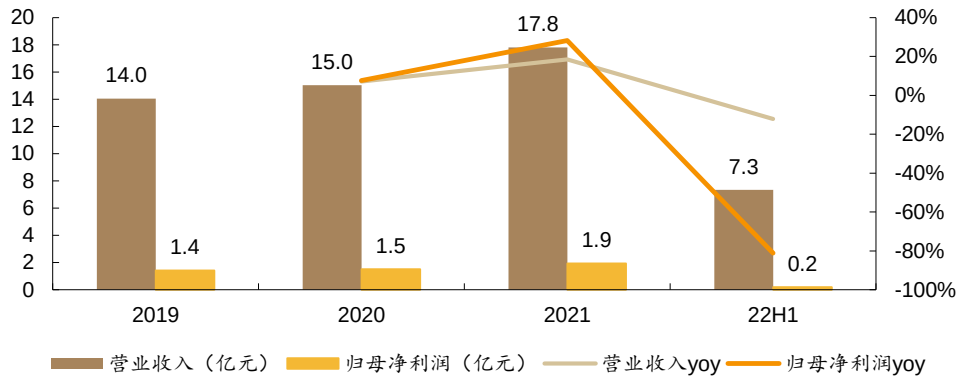
1.1. 全国性机构：美丽田园覆盖百市，已通过港交所聆讯

12 月 13 日，国内最大传统美容服务提供商&第四大非外科手术类医疗美容服务提供商美丽田园通过港交所上市聆讯，有望成为国内“美容院第一股”。我们已于 6 月发布公司新股研究报告，现对其经营数据就以下几方面进行更新，直观拆解今年机构端所面临的影响和考验。

1、疫情反复影响经营状态，业绩阶段性下滑

22 年疫情多地散发影响经营，营收利润暂时下滑。作为全国性布局的生美&医美等服务提供商，截止 22H1 通过 177 家直营店+175 家加盟店覆盖全国共计 100 个城市。22 年多省疫情反复，从 3 月起到 9 月，上海、北京等多省市合计 142 家直营店、93 家加盟店配合防疫管控陆续暂时闭店，对整体营收业绩造成较大影响。2019-2021 年公司实现营收 14.0/15.0/17.8 亿元，CAGR12.6%，归母净利润 1.4/1.5/1.9 亿元，CAGR17.4%；22H1 实现营收 7.3 亿元/yoy-12.3%，归母净利润 0.2 亿/yoy-81.2%，出现阶段性业绩下滑。

图 1：22H1 营业收入/归母净利润同比下降 12.3%/81.2%



资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

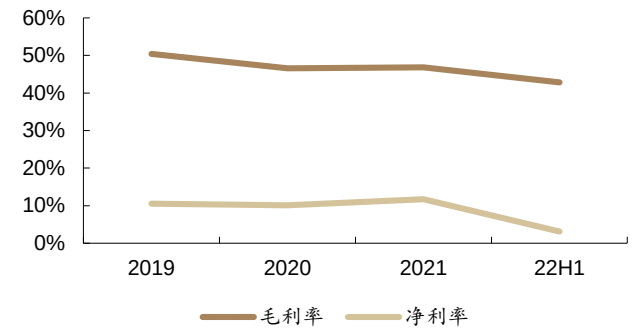
表 1：22 年 3 月起，部分直营及加盟店相继暂时闭店

门店类型	地区	时间	闭店情况
直营	深圳	3 月中至 3 月底	13 家
	南京	3 月中至 4 月中	7 家
	长春	3 月中至 5 月底	6 家
	上海	3 月中至 6 月中	40 家
	上海	7 月至 9 月	7 家
	北京	5 月初至 7 月初	28 家
	西安	3 月初至 8 月底	6 家
	成都	7 月底至 9 月中	9 家
	海南	4 月初至 8 月底	7 家
	其余城市	部分门店暂时关闭 15 日	-
加盟	3 月至 9 月，93 家加盟店暂时闭店，平均闭店日数约为 32 日		

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

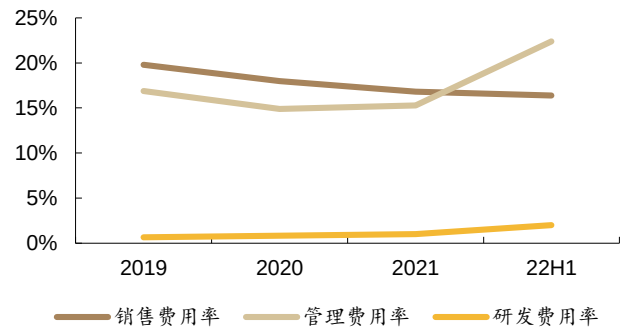
销售费率低位稳定，盈利能力有所下滑。2019-2021 年公司毛利率维持 45%+，净利率 10%+，盈利能力居于行业中上水平，规模效应下销售费用率持续降低，从费用结构看，销售费用主要开支为员工成本，推广及营销开支较少，相关费率 2%左右。22H1 毛利率阶段性下滑至 42.8%/-3.7pcts，销售费用率 16.4%仍维持低位水平，管理费用率 22.4%/+6.6pcts，净利率 3.1%/-9.5pcts。

图 2：22H1 毛利率/净利率 42.8%/3.1%



资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

图 3：22H1 销售费用持续下滑至 16.4%



资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

2、业务结构稳定，医美业务彰显经营韧性

从经营模式看，公司通过直营、加盟两种模式扩大销售网络，销售占比分别稳定维持于 94%、6%左右，22H1 加盟及其他毛利率及占比提升主要系服务销售因疫情影响受限，产品销售毛利率较高所致。从业务结构看，19-22H1 直营模式下传统美容服务营收利润占比逐年缩减，医美业务持续贡献营收利润，营收占比/毛利占比分别提升 4.4pcts/9.0pcts，22H1 疫情影响下毛利率下滑幅度最小仍维持 55%+高位水平，彰显业务经营韧性。

表 2：以直营+加盟模式扩大销售网络

	营业收入（亿元）				营收占比				毛利占比				毛利率			
	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
直营	12.9	14.1	16.8	6.9	91.7%	93.9%	94.1%	93.9%	90.3%	92.5%	92.7%	90.9%	49.6%	45.8%	46.2%	41.4%
加盟及其他	1.2	0.9	1.1	0.4	8.3%	6.1%	5.9%	6.1%	9.7%	7.5%	7.3%	9.1%	59.3%	57.7%	57.5%	63.8%

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

表 3：19-22H1 医美业务营收及利润占比持续提升

业务/品牌	营业收入（亿元）				营收占比				毛利占比				毛利率			
	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
传统美容服务	7.6	7.6	9.4	3.8	54.1%	50.4%	52.9%	52.2%	46.2%	39.8%	43.3%	38.1%	43.1%	36.8%	38.3%	31.2%
美丽田园	6.8	7.0	8.6	3.5	48.1%	46.3%	48.1%	47.9%	41.2%	37.5%	39.4%	36.4%	43.1%	37.7%	38.4%	32.5%
贝黎诗	0.8	0.6	0.9	0.3	6.0%	4.0%	4.8%	4.2%	5.1%	2.2%	3.8%	1.7%	42.7%	25.9%	37.5%	16.9%
医疗美容服务（秀可儿）	4.6	5.6	6.7	2.8	33.1%	37.5%	37.8%	37.5%	40.1%	47.8%	46.3%	49.1%	61.2%	59.3%	57.4%	56.0%
亚健康评估及干预服务（研源）	0.6	0.9	0.6	0.3	4.6%	6.1%	3.4%	4.2%	3.9%	4.9%	3.1%	3.7%	43.3%	37.8%	43.0%	37.7%

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

3、到店及消费出现不同程度下滑

2022 年疫情散发对公司等全国性布局的服务提供商来说影响此起彼伏，除影响机构营业状态减少整体营业时间外，还通过影响客户到店、消费意愿、项目选择倾向等传导至营收业绩体量缩减。具体来看，三业务间相互引流，传统美容服务业务为引流及客户日常维系主力，活跃会员消费占比 95%左右，医美、亚健康业务客户基本均为接受日常面部及身体护理后需要额外皮肤/身体护理的顾客，由美丽田园或贝黎诗介绍而来，会员同样为营收贡献主体。但在疫情下 22H1 三大业务会员到店或消费出现不同程度下滑：**①传统美容服务：**活跃会员到店次数 5.5 次/yoy-0.9 次，平均消费 6008 元/yoy-12.9%；**②医疗美容服务：**活跃会员到店次数 1.9 次/yoy-0.2 次，平均消费 2.2 万元/yoy-23.1%；**③亚健康评估及干预服务：**活跃会员到店次数 2.7 次/yoy+0.2 次，平均消费 1.2 万元/yoy-9.8%。

表 4：22H1 三大业务活跃会员到店次数及平均消费均出现不同程度下滑

业务类型	活跃会员到店次数（次）			活跃会员平均消费（元）		
	21H1	22H1	yoy	21H1	22H1	yoy
传统美容服务	6.4	5.5	-0.9	6,899	6,008	-12.9%
医疗美容服务	2.1	1.9	-0.2	28,732	22,087	-23.1%
亚健康评估及干预服务	2.5	2.7	0.2	13,220	11,930	-9.8%

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

4、开店节奏、门店爬坡放缓

直营店铺开设节奏放缓。公司直营及加盟两种方式拓店扩张，22H1 直营模式下审慎开店节奏放缓，新开设 5 家门店闭店 5 家，其中 5 家闭店门店中 2 家主要转做员工培训场所，1 家变更为加盟店；加盟模式下，新开门店 18 家闭店 3 家，净增门店 15 家，截止 22H1 门店网络共涵盖直营店 177 家、加盟店 175 家。

表 5：22H1 直营/加盟门店净增加 0/15 家

店铺类型	直营店				加盟店			
	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
期初门店数	145	154	161	177	101	126	152	160
新开设门店	13	12	15	5	37	33	23	18
新收购门店	1	4	1	-	-	-	-	-
关闭门店	5	9	-	5	12	7	15	3
门店增加净额	9	7	16	-	25	26	8	15
期末门店数	154	161	177	177	126	152	160	175

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

同店增速下滑，盈亏平衡期阶段性延长。以传统美容服务门店为例，2019-2021 年各发展阶段同店增速持续提升，22H1 受疫情影响发展中门店及成熟门店同店增长率下滑至-13.1%/-15.1%，新成立门店因营收基数较低虽仍保持 5.4%正增长，但增速同样呈现下滑趋势；而从门店爬坡期角度看，门店间差异较大，2014-22H1 从选址完成到门店开设周期约 3 个月，门店平均首次盈亏平衡期约为 11 个

月，较招股书首次披露 2014-2021 年平均周期延长 1 月左右，平均现金投资回收期约为 21 个月。

表 6：22H1 传统美容服务同店增速下滑

	新成立门店			发展中门店			成熟门店		
	2019-2020	2020-2021	21H1-22H1	2019-2020	2020-2021	21H1-22H1	2019-2020	2020-2021	21H1-22H1
同店数目（家）	25	28	21	51	50	53	48	57	62
同店增长率	20.9%	42.5%	5.4%	-5.7%	20.3%	-13.1%	7.4%	18.2%	-15.1%

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所
注：新成立门店（<3 年）、发展中门店（3 年≤成立年份<8 年）、成熟门店（≥8 年）

5、疫后恢复趋势明确且弹性较大

在国家有力管控下疫情反复逐渐受控，自 6 月中旬起上海等多地生产及生活秩序逐渐恢复，公司业务运转随之快速恢复，绝大部分门店也已按正常营业时间营业，7-8 月公司整体经营收入同比增长 16%，部分城市同比增长 20%+。年底随疫情管控放开，经各地短期高峰后，将加速恢复成长，具体来看主要有以下路径：

①现有门店逐步恢复至疫前水平，提升单店利用率及收益能力。2021 年传统美容服务新成立/发展中/成熟门店使用率分别为 57.4%/59.1%/64.3%，医疗美容服务/亚健康评估及干预服务业务门店使用率仅为 51.8%/15.3%，加之受疫情影响 22H1 均出现不同程度下滑，疫后随需求恢复到店次数提升，我们认为各业务现有门店利用率仍具备 50%左右甚至以上的提升空间。

表 7：三业务单店利用率仍有较大提升空间

业务类型	2019	2020	2021	22H1
传统美容服务门店 [1]				
-新成立门店	42.1%	49.4%	57.4%	48.1%
-发展中门店	52.1%	54.0%	59.1%	59.0%
-成熟门店	59.6%	58.4%	64.3%	59.8%
医疗美容服务 [2]	50.3%	51.5%	51.8%	42.3%
亚健康评估及干预服务 [2]	9.7%	14.8%	15.3%	13.9%

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所
注 1：指于指定期间每张床位的实际到店次数占有关期间对应类别门店每张床位最大到店容量的百分比
注 2：指于指定期间每间服务室的实际客户服务时数占有关期间对应业务门店没见服务室最大服务量的百分比

②扩张及升级服务网络：公司业务具有可扩展性及可复制性，未来计划于 2023-2026 年增设 25/30/30/30 家传统美容服务门店，其中美丽田园分别增设 23/27/29/28 家，贝黎诗增设 2/3/1/2 家；2023-2026 年在新一线城市增设 4/6/6/2 家医疗美容服务及亚健康评估及干预服务门店，其中秀可儿增设 4/4/4/-家，研源增设-/2/2/2 家；2023-2026 年累计计划新增 133 家直营门店，届时直营门店总数将较目前 177 家增长 75%。此外，还计划于 2023-2025 年在新一线城市升级 3/3/3 家现有医疗美容服务或亚健康评估及干预服务门店；并在现有位于上海及北京的医疗美容服务及亚健康评估及干预服务门店基础上，在上海、北京各建立一家旗舰美容及抗衰服务中心，扩大门店网络。

③战略并购加盟店：公司计划于 2023-2026 年分别收购 8/8/6/6 家加盟店，与直营店网络形成协同效应。

表 8：公司 2023-2026 年内生增长+战略性收购扩张计划

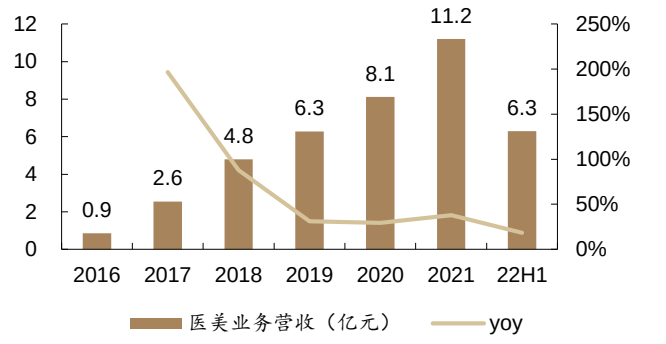
	2023	2024	2025	2026
新设-传统美容服务门店	25	30	30	30
美丽田园	23	27	29	28
贝黎诗	2	3	1	2
新设-医疗美容服务门店	4	4	4	-
新设-亚健康评估及干预服务门店	-	2	2	2
新设-旗舰美容及抗衰服务中心（北京、上海）			2	
升级-医疗美容服务或亚健康评估及干预服务门店	3	3	3	-
收购-加盟店	8	8	6	6

资料来源：美丽田园招股书、德邦研究所

1.2. 区域性机构：朗姿股份、奥园美谷区域集中性明显

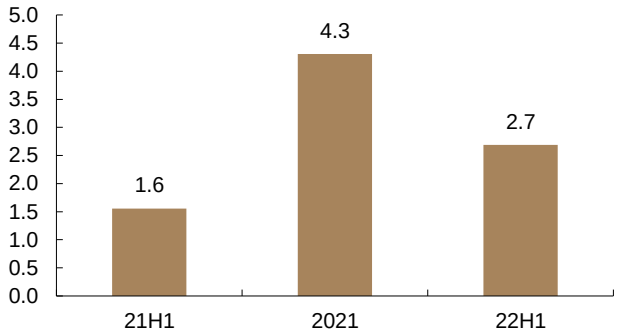
相较于美丽田园近 30 年的行业积累，朗姿股份、奥园美谷作为医美行业后入者，通过收并购切入机构服务端，均遵从“1+N”模式扩张，前者深耕成都、西安，后者深耕长三角、大湾区，目前门店网络仍具备明显的区域集中性。相较于全国性的布局机构，22 年机构集中地疫情反复对其经营业绩冲击更大，但行业龙头仍保持增长态势，如朗姿股份，依托新设门店及其爬坡发展，19-21 年稳定保持 30%左右营收增速，以业务成长性对冲疫情影响，22 年公司开店节奏放缓（仅新增一家晶肤门店），加之现有门店聚集地成都、西安、深圳疫情频发，日常经营及周年庆创收受影响较大增速下滑，22H1 医美业务实现营收 6.3 亿/yoy+18.5%；奥园美谷 21 年增设医美业务后目前仍处成长期，22H1 由于上海疫情外溢致使杭州疫情防控措施升级，影响医美医院到访、成交，对经营及拓店产生一定影响（今年未增设新门店），但随着 5 月底疫情影响逐渐消退及消费回暖，经营呈逐步回升趋势，上半年实现营业收入 2.7 亿/+72.8%。

图 4：22H1 朗姿医美业务实现营收 6.3 亿，同比增长 18.5%



资料来源：wind、朗姿股份公告、德邦研究所

图 5：22H1 奥园美谷医美业务实现营收 2.7 亿，同比增长 72.8%



资料来源：wind、奥园美谷公告、德邦研究所

1.3. 看好机构端疫后复苏弹性

疫后看好美护行业整体复苏，建议关注彩妆品类需求弹性。通过复盘部分医美业内机构端公司今年业绩表现，无论是全国性布局的美丽田园，还是区域性布局的朗姿、奥园，在疫情反复下对机构经营、客户到店及消费均产生较大影响，业绩增速、门店开设及爬坡速度均出现不同程度放缓。近期全国疫情管控政策放开，当下各省市虽陆续面临感染高峰，但我们认为明年 Q1 后随疫情影响逐渐消退，看好需求恢复下到店消费提升，看好机构端开店节奏恢复及在精细化运营下新门店的爬坡情况，营收利润弹性高，疫后景气度有望快速修复，建议重点关注布局医美机构端的头部公司。

2. 行业&公司资讯

2.1. 行业资讯

12.11：先瑞达医疗科技控股有限公司（6669.HK）对外披露，波士顿科学公司拟收购先瑞达最多不超过 65%股份的多数股权，该交易拟议价格为每股 20 港元，按当前汇率计算，现金对价约 5.23 亿美元。（Medactive）

12.13：美丽田园通过港交所上市聆讯，并发布聆讯后资料集，摩根士丹利、海通国际、华泰国际为联席保荐人。（聚美丽）

12.14：华熙生物申报的“注射用交联透明质酸钠凝胶”成功获 NMPA 批准上市，注册证编号：国械注准 20223131647。（药监局、Medactive）

12.14：水中银小鱼亲测联合清华珠三角研究院投资数千万，汇集生物科技、信息科技与数据科技等科学家团队，打造的“2022 全球首个生物大数据平台——科数达·云测与行业赋能计划”在清华珠三角研究院、上海东方美谷、香港科学园同步盛大发布。（i 美妆头条）

12.14：北交所第一个化妆品包材商深圳市柏星龙创意包装股份有限公司在北京证券交易所上市，总股本为 6481.50 万股，流通规模为 2288.73 万股，发行价格 11.80 元/股。（聚美丽）

12.15：雅诗兰黛中国创新研发中心在上海正式揭幕。（中妆资讯）

12.15：国产高端医美光电设备制造商苏州芙迈蕾医疗科技有限公司近日宣布完成由沃永基金领投，远毅资本跟投的 Pre-A 轮融资。（医与美产业笔记）

12.15：中韩医美生物科技（昆山）产业园开园暨爱恩斯中国总部开业仪式在江苏省昆山市举行，将瞄准打造百亿元级的医美产业集群。（医与美产业笔记）

12.15：花西子线下首家全球旗舰店在杭州湖滨 88 商业中心开业。（美妆网）

2.2. 重点公司公告

鲁商发展（12/13）：公司控股股东鲁商集团将其质押给国金证券股份有限公司的鲁商发展 3800 万股无限售流通股办理了股票质押式回购交易到期购回业务，并办理完成相关解质手续，本次股份解除质押后，鲁商集团（及其一致行动人）累计质押股份 5500 万股，占公司总股本的 5.41%。

鲁商发展（12/16）:公司拟将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商业集团或其所属公司，本次交易不涉及发行股份，尚处筹划阶段。截至公告披露日，公司已聘请审计、评估机构对标的资产展开审计评估工作，本次交易的有关事项正在积极推进中。

丸美股份（12/16）：为进一步优化投资结构，促进公司长远发展，公司拟与

纵横金鼎共同出资设立产业基金，并签署了《青岛茂达股权投资合伙企业(有限合伙)合伙协议》及《合伙协议之补充协议》。该基金计划总规模为 4000 万人民币，公司作为有限合伙人拟出资人民币 3990 万元，占合伙企业 99.75%份额。

丽人丽妆（12/17）:公司持股 5%以上股东 Crescent Lily 拟通过大宗交易和/或集中竞价方式合计减持公司股份数量不超过公司股份总数的 2.00%，即不超过 8,009,170 股，减持价格将根据减持实施时的市场价格确定。

3. 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 9：重点关注公司盈利预测（2022/12/16）

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	91.62	78.31	54.59	40.90
000963.SZ	华东医药	23.02	26.25	31.83	39.22	32.67	29.73	24.51	19.89
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	500.62	47.88
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	253.35	311.81	55.11	42.47
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	65.62	61.54	47.44	35.97
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	68.61	63.00	46.21	33.35
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	55.99	49.09	36.43	28.01
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	837.80	44.08	22.37	18.50
2367.HK	巨子生物	8.28	9.98	13.01	17.22	33.25	26.15	20.06	15.15

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2022 年 12 月 16 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币汇率 0.90 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

4. 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。