

把握龙头，扬帆起航

2023年美容护理行业投资策略

2022年12月22日

证券分析师：丰毅

执业证书编号：S0630522030001

证券分析师：赵从栋

执业证书编号：S0630520020001

证券分析师：任晓帆

执业证书编号：S0630522070001

联系方式：021-20333619

聚焦研发创新



东海证券

● 2023年投资策略报告

- 回顾2022，全年受到疫情反复影响，美容护理作为可选消费，线下消费场景缺失，整体承压。展望2023，在疫情政策“新十条”的催化下，叠加未来趋势性的疫情优化预期，我们认为将迎来行业基本面的复苏，化妆品国货龙头有望崛起，国产替代加速；医美线下消费场景恢复，细分赛道快速发展，龙头企业有望迎来业绩修复。
- 化妆品：（1）消费承压，龙头表现突出。受疫情反复影响，2022年1-10月化妆品社零同比-3%，整体表现不佳。同时，传统线上渠道放缓，行业整体由渠道驱动转向产品驱动。在此背景下，龙头国货品牌表现显著优于行业平均水平，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物前三季度营收、净利均保持20%+增速。（2）消费者需求提升。消费者高端化上升叠加男性消费者以及Z世代的需求逐步提升带来化妆品新机遇。（3）把握新机遇，打造品牌矩阵，关注功效性护肤。国货品牌形象不断提升，国货品牌开始通过纵向大单品迭代促进品牌长青发展，同时横向衍生产品系列，打造品牌矩阵，促进品牌知名度、产品力加强。此外，国货品牌聚焦细分赛道，在功效性护肤领域发力，目前贝泰妮已成为中国功效性护肤品龙头企业，运用云南本土原料打造品牌。
- 医美：（1）需求缺口导致快速提升。中国医美目前渗透率仅为韩国的1/4、美国的1/2，未来有望进一步提升。同时，轻医美的“见效快、操作易、轻恢复期”等特点推动轻医美相较于手术发展速度更快，预计2030年有望领占65%的中国医美市场。（2）供给端政策趋严，处于赛道拓展以及国产替代的阶段。目前玻尿酸、肉毒素仍为市场主导，其中玻尿酸市场百花齐放，肉毒素市场四强争霸。再生类、重组胶原蛋白、光电类未来有望成下一新赛道，目前国内合规产品较少，爱美客、巨子生物、华熙生物等先布局的企业有望占据先机。医美产品赛道众多，我们认为拥有核心产品、合规管线丰富是公司突出重围的重要助力。（3）上游为行业红利的直接受益者。中下游医美机构因承担教育成本、门店成本高、区域化、同质化竞争等因素，发展相对分散，盈利有限，而上游掌握资源优势、合规产品优势，同时结合规模效应，毛利率净利率较高，盈利明显较强，集中度较高，且成为行业红利的主要受益者。
- 投资建议：重点关注化妆品公司有珀莱雅、贝泰妮、华熙生物，重点关注医美公司有爱美客。
- 风险提示：疫情影响消费不及预期、行业竞争加剧、线上发展不及预期、新品推广不及预期。

CONTENTS

目录

01

化妆品：（1）增速放缓，国货兴起

02

化妆品：（2）产品为核，功效性护肤崛起

03

医美：（1）快速成长，政策趋严，线下承压

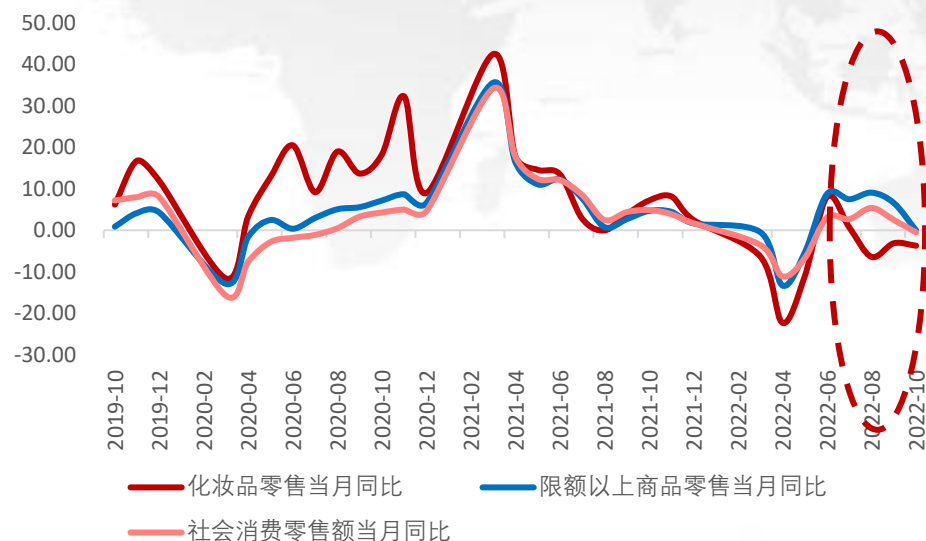
04

医美：（2）发掘新蓝海市场

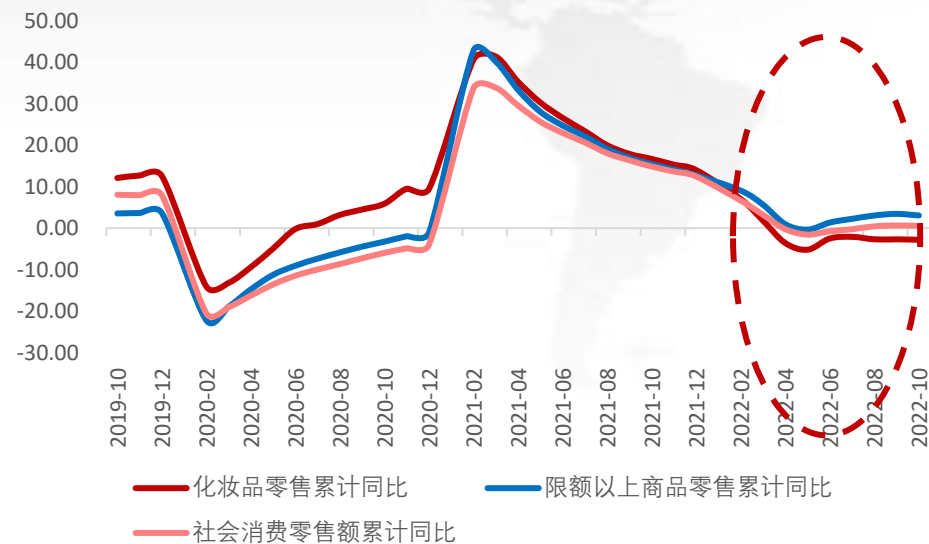
化妆品社零表现承压

□ 2022年化妆品社零表现不佳。受到疫情反复以及消费需求下降影响，2022年1-10月化妆品社零总额累计同比下滑2.8%，10月单月化妆品销售额同比下滑3.7%，降幅环比增长0.6个百分点，11月在双十一影响下同比有望回暖。

化妆品当月零售额同比



进入3月化妆品累计同比持续弱于社零

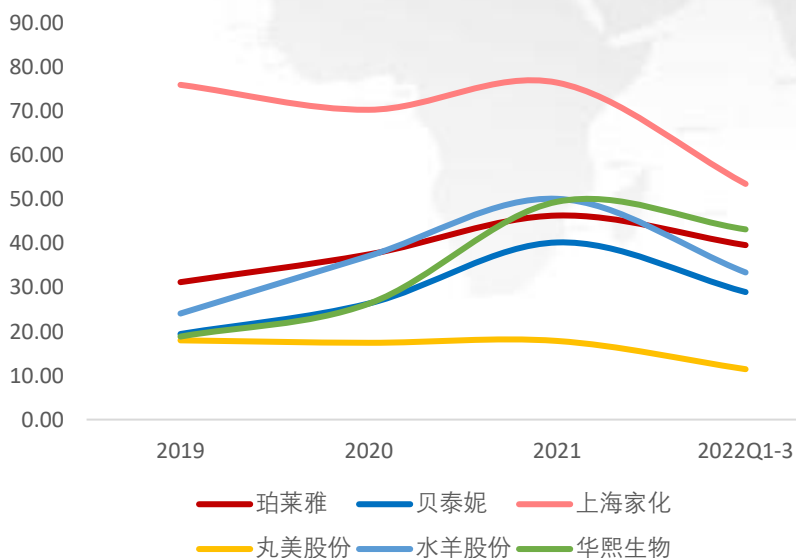


资料来源：同花顺，东海证券研究所

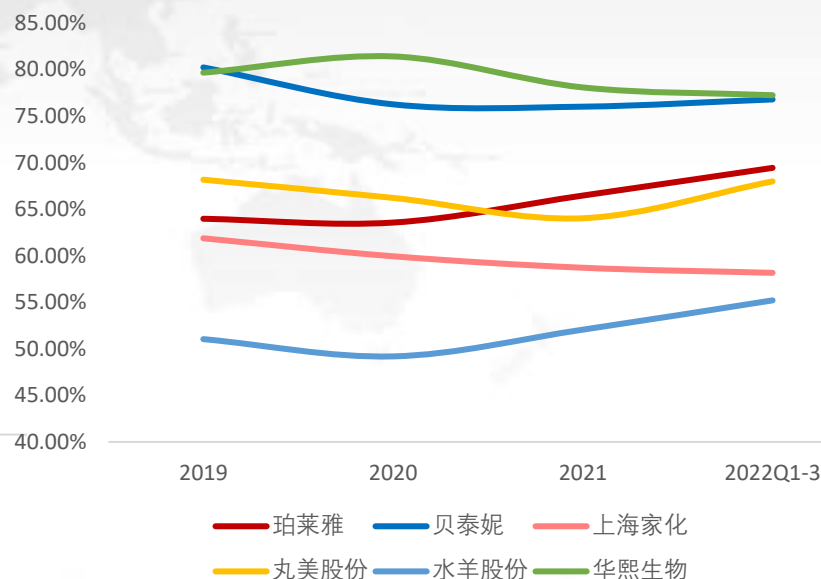
国货龙头表现较优

□ 品牌业绩表现分化加剧。2022年前三季度，头部国货品牌企业珀莱雅、贝泰妮和华熙生物业绩表现良好，营收、净利增长迅速，丸美股份、上海家化、水羊股份受疫情影响较大，净利下滑。

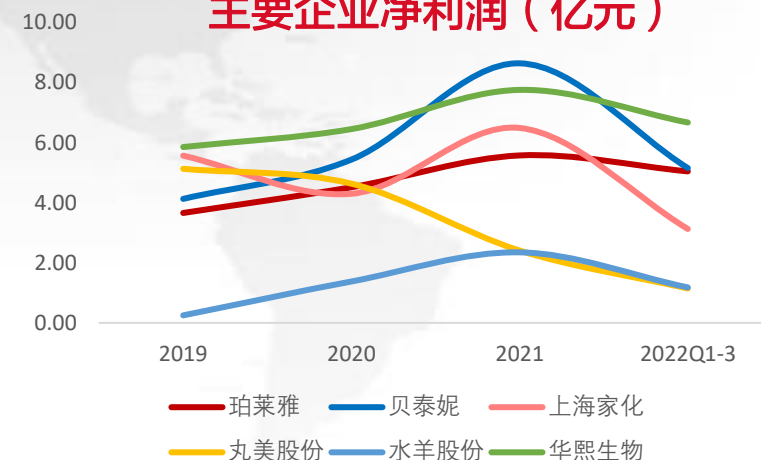
主要企业营业收入（亿元）



主要企业毛利率（%）



主要企业净利润（亿元）



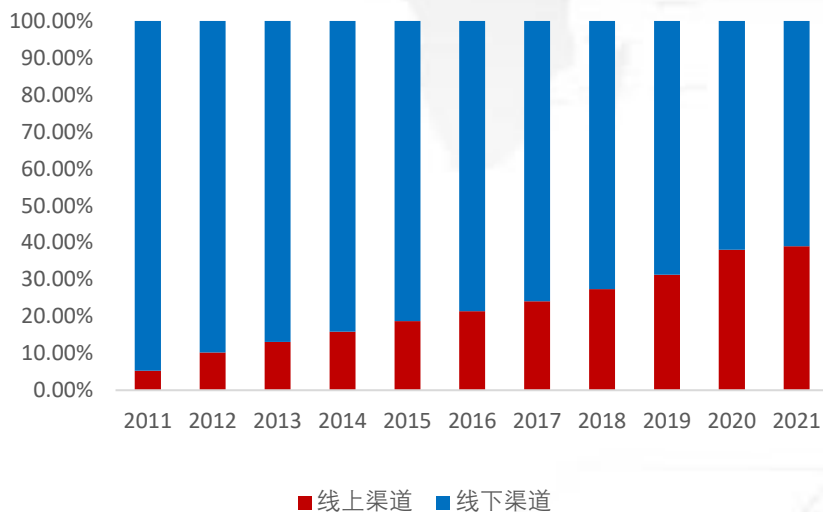
资料来源：同花顺，东海证券研究所

	2022Q1-3营收增速 (%)	2022Q1-3净利润增速 (%)
珀莱雅	31.53%	45.24%
贝泰妮	37.05%	44.90%
上海家化	-8.17%	-25.51%
丸美股份	0.53%	-15.84%
水羊股份	0.91%	-18.75%
华熙生物	43.43%	20.39%

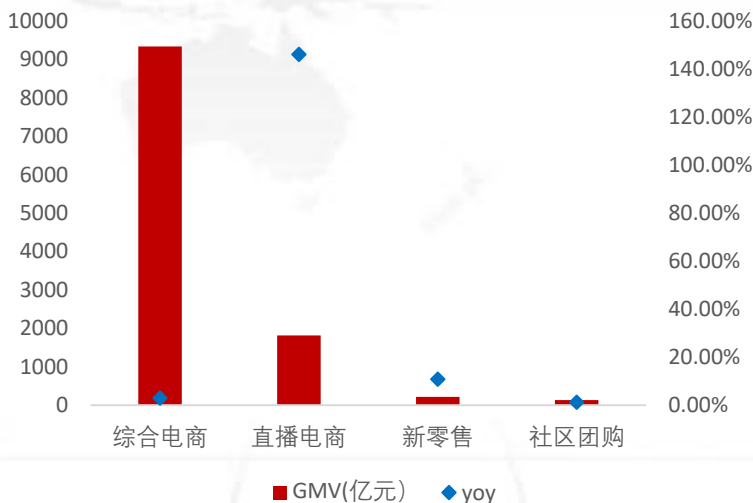
传统渠道放缓，新兴渠道快速发展

- 渠道细化，传统渠道放缓，线上新兴渠道快速发展。以双十一为例，根据星图数据，2022年双十一，抖音、电淘、快手等新型直播电商平台同比+146%领跑其他线上渠道。
- 优质龙头线上占比高于行业水平。贝泰妮、珀莱雅2021年线上渠道占比分别达到82.34%、84.93%。

整体线上渠道占比逐步提升



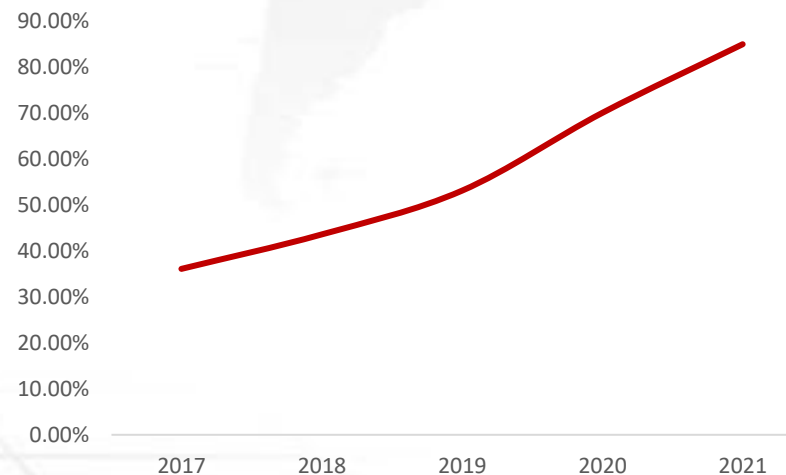
双十一各类平台GMV及增速



贝泰妮线上销售占比维持高位



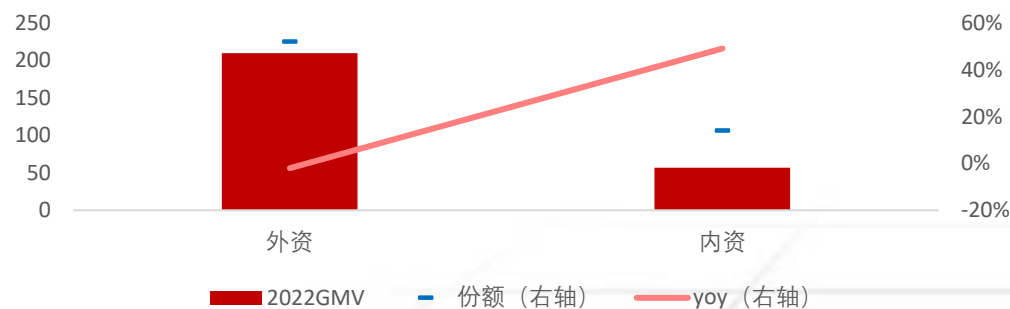
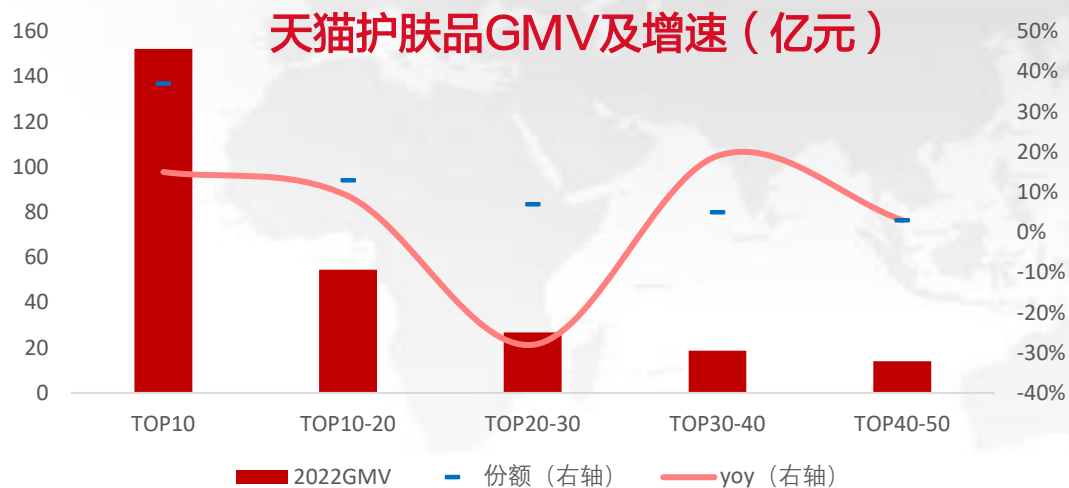
珀莱雅线上销售占比持续提升



资料来源：欧睿，星图数据，公司年报，公司官网，东海证券研究所

双十一表现：国货龙头表现优异

- 行业集中度提升。2022双十一TOP10品牌占比达37%，增速稳定。内资品牌增速高于外资品牌。
- 国货龙头排名不断提高。珀莱雅、贝泰妮主品牌排名持续提升，2022年双十一分别位列护肤品销售第五、六位。



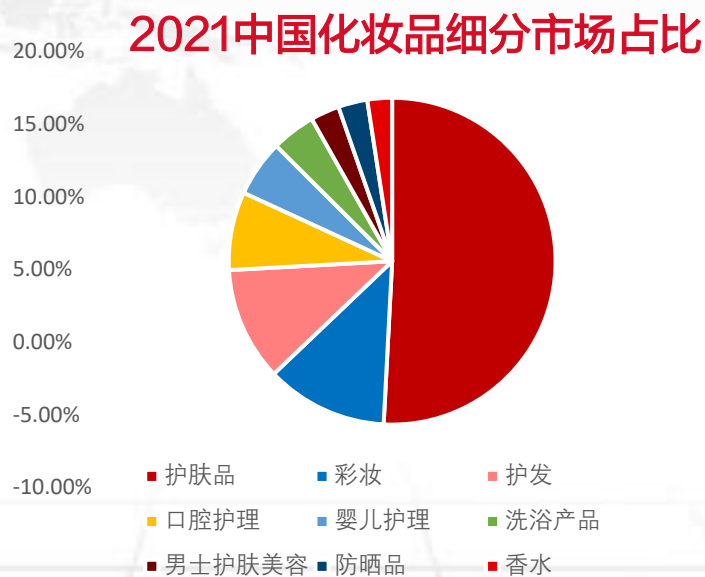
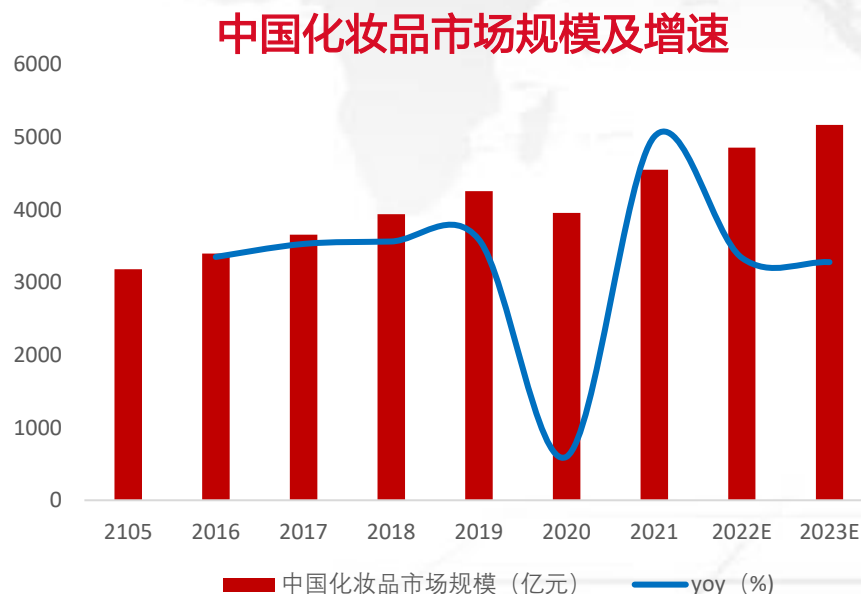
国货排名不断提升

排名	2020	2021	2022
1	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	后	后	OLAY
5	玉兰油	资生堂	珀莱雅
6	SK-II	薇诺娜	薇诺娜
7	雪花秀	玉兰油	海蓝之谜
8	资生堂	海蓝之谜	SK-II
9	薇诺娜	赫莲娜	赫莲娜
10	海蓝之谜	SK-II	资生堂

资料来源：品观，解数咨询，东海证券研究所

中国市场有望持续增长，空间大

- 中国化妆品市场高速增长。2021年中国化妆品市场规模达到了4553亿元，同比增速为15.03%。2017–2021年化妆品CAGR达到了5.6%，增长快速。2023年化妆品规模有望突破5000亿元，行业空间大。
- 护肤品占比高，香水、彩妆增速快。2021年中国化妆品市场中护肤品占比高达50.87%，其次为彩妆及护发。此外，彩妆、香水2016–2021CAGR分别达到16.13%及18.06%。



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

高端化需求提升

- 步骤由简入繁，高端化需求不断提升。护肤端，①护肤步骤由简入繁。②低端到高端的进阶。彩妆端，①品类丰富。②步骤由简入繁。



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

功效融合

进阶融合

升级融合

基础融合

一般护肤步骤

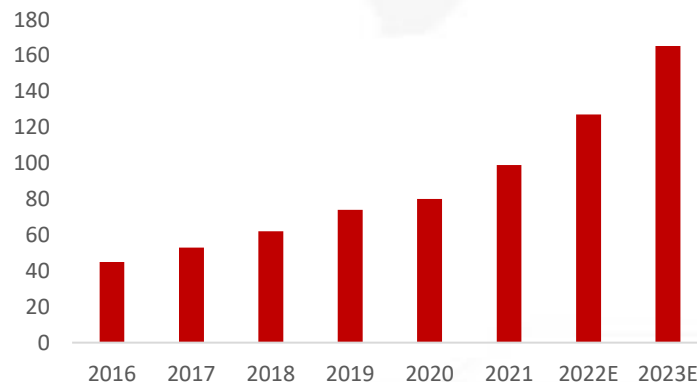


一般化妆步骤



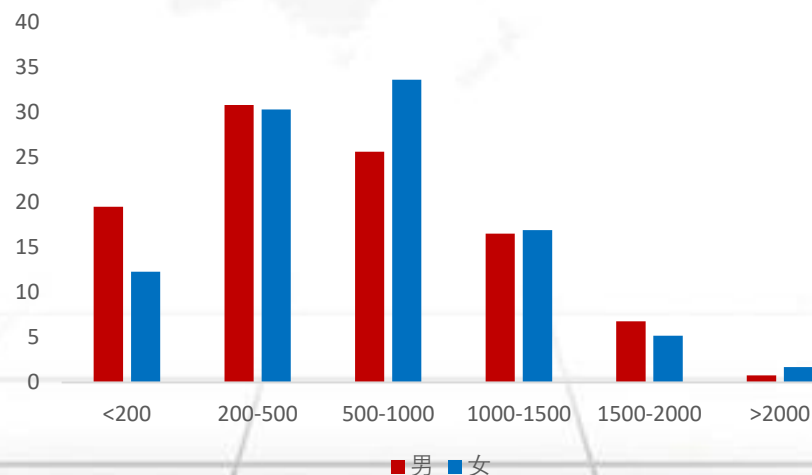
- **男颜经济兴起。**2021年中国男性护肤品市场规模达到99亿元，预计2023年能达到165亿元，中国男性化妆品市场仍存在较大发展空间。数据显示，2021年中国男女消费者在化妆品月均消费价格上有所差异，其中男性更偏向于消费在500元以下。随着“男颜经济”的不断崛起，男性消费需求有望进一步提升，人均价格有望进一步上行。
- **Z时代消费群体逐渐壮大。**对于95/00后，化妆品消费逐渐从“可选”变为“必选”，他们更加热衷于时尚潮流，具备更强的包容性，更愿意尝试新品牌新产品。

男性护肤市场规模（亿元）

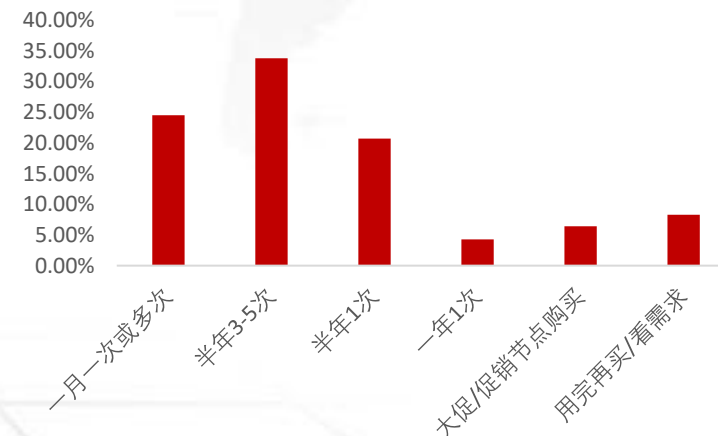


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

2021年中国男女消费者化妆品月均消费对比



Z世代消费美容产品频次



政策端法规体系日益完善

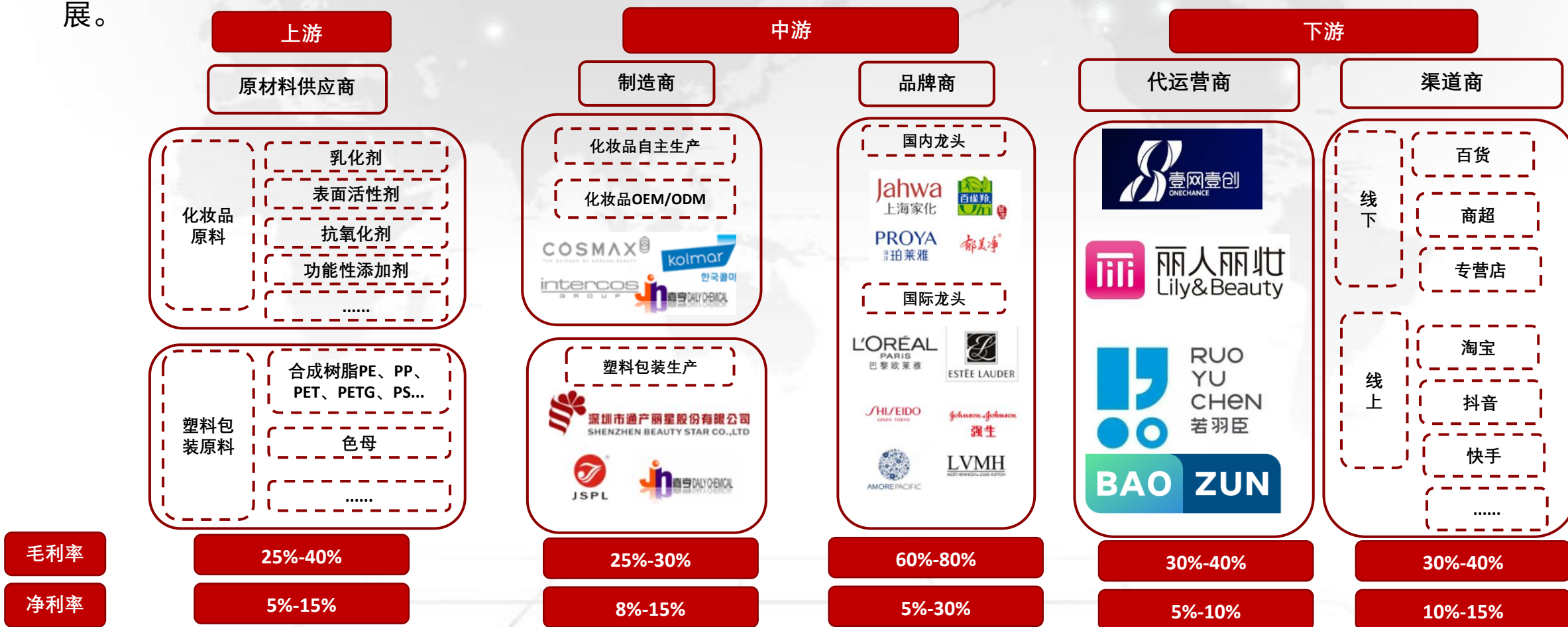
□ 中国化妆品进入2.0时代：2021年1月1日《化妆品监督管理条例》正式实施，开启法制保障规范领航的新时代。

发布日期	实施日期	发布单位	条例名称	主要内容
2020年6月	2021年1月	国务院	《化妆品监督管理条例》	规范化妆品生产经营活动，加强化妆品监督管理，保证化妆品质量安全，保障消费者健康，促进化妆品产业健康发展。
2021年1月	2021年5月	国家市场监督管理总局	《化妆品注册备案管理办法》（部门规章）	对化妆品新原料注册和备案管理、化妆品注册和备案管理、监督管理、法律责任等各方面均作出明确规定。
2021年4月	2021年5月	国家药监局	《化妆品功效宣称评价规范》	规范化妆品功效宣称评价工作，保证结果科学性、准确性
2021年6月	2022年5月	国家药监局	《化妆品标签管理办法》	确保标签标注内容真实、完整、准确，确保化妆品使用安全
2021年8月	2022年1月	国家药监局	《化妆品生产经营监督管理办法》（部门规章）	对化妆品生产许可、生产管理、经营管理、监督管理、法律责任等方面均作出明确规定
2021年10月	2022年1月	国家药监局	《儿童化妆品监督管理规定》	界定儿童化妆品定义和备案人主体责任等
2022年1月	2022年7月	国家药监局	《化妆品生产质量管理规范》	规范化妆品生产质量管理，引导督促企业持续稳定地生产出符合预定用途和质量要求的化妆品，制定适合我国化妆品生产企业现状和监管实际的生产质量管理规范
2022年2月	2022年10月	国家药监局	《化妆品不良反应监测管理办法》	加强化妆品不良反应监测工作，及时、有效控制化妆品安全风险，保障消费者健康

资料来源：NMPA，公开资料，东海证券研究所

产业链中游品牌商话语权最强

上游原料商和生产商在产业链内处于较为弱势地位、中游品牌商在产业链中的话语权最强、下游渠道端向多元化方向发展。



资料来源：嘉亨家化招股说明书，前瞻产业研究院，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

化妆品：（1）增速放缓，国货兴起

02

化妆品：（2）产品为核，功效性护肤崛起

03

医美：（1）快速成长，政策趋严，线下承压

04

医美：（2）发掘新蓝海市场

产品为核，推成出新

- ❑ 珀莱雅：珀莱雅主品牌在2020年积极推行大单品策略，推出红宝石、双抗精华两个系列。一方面公司①横向拓展，打造大单品矩阵。公司在红宝石系列陆续推出了面膜、水乳、面霜、眼霜等一系列产品，在双抗系列还拓展至彩妆领域，推出粉底液系列。②早C晚A理念深入人心。公司推出早C晚A系列套装，即早上使用双抗系列氧糖双抗+晚上使用红宝石精华唤回紧致平滑。
- ❑ 第二增长曲线彩棠快速发展。彩棠定位“中国美”、“新国风”，融合多种中国元素，塑造国货形象。同时，品牌定位以年轻女性消费者为核心客群，利用国潮风快速在中国彩妆市场站稳脚跟，打造品牌竞争力。

珀莱雅主品牌系列

系列	单品	上市时间	功效	价格
红宝石系列	红宝石精华	2020.2	抗皱淡纹	249元/30ml
	红宝石面膜	2020.7	淡纹紧致	169元/5片
	红宝石活肤水乳	2020.9	保湿抗老	478元/套
	红宝石面霜	2020.12	保湿抗老	309元/50g
	红宝石精华2.0	2021.5	抗皱淡纹	350元/30ml
双抗系列	冰陀螺眼霜	2021.7	淡纹亮眼	380元/20ml
	双抗精华	2020.4	抗氧抗糖	229元/30ml
	双抗小夜灯眼霜	2020.7	淡黑消肿	290元/20ml
	双抗粉底液	2020.8	吃妆养肤	169元/30ml
	双抗水乳霜套装	2020.11	抗氧抗糖	577元/套
	双抗精华2.0	2021.4	抗氧抗糖	280元/30ml
	双抗面膜	2021.9	抗氧抗糖	129元/5片
源力系列	源力修护精华	2021.2	修护维稳	280元/30ml
	保龄球安瓶	2021.9	修护舒缓	449元/33.6ml
	源力面霜	2022.2	修护紧致	280元/50g

彩棠主要单品系列



资料来源：公司官网，天猫，东海证券研究所

产品为核，推成出新

- 贝泰妮：薇诺娜大单品表现优异。舒敏系列为基，不断推陈出新。其中2014年上市的舒敏保湿特护霜为公司大单品，随后不断拓展，衍生出舒敏保湿修护精华、面膜、洁面乳、保湿喷雾等一系列产品。
- 拓展延伸出薇诺娜Baby、高端抗衰Aoxmed等产品。薇诺娜Baby专注于婴幼儿肌肤护理，打造新增长极：以儿童皮肤科学为基础，成功在婴童护肤品类站稳脚跟。AOXMED聚焦高端抗衰，以线下渠道为主，专注皮肤年轻化，将功效护肤产品与专业美容项目相整合，前期瞄准医美机构打开口碑，后期逐步线上放量，有望打开新空间。



公司旗下其他品牌

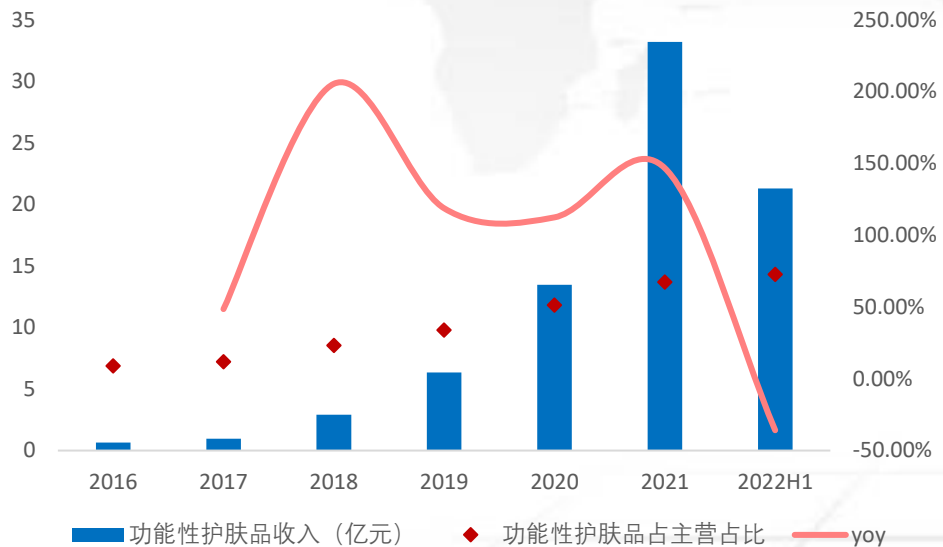
名称	品牌定位	创立时间
薇诺娜baby	儿童护理品牌	2018
AOXMED	高端抗衰新品牌	2022
BEAUTUY ANSWERS	专业精准修护	2017
痘痘康	专业痘痘护理品牌	2014
资润	针对干燥性问题皮肤	2019

资料来源：公司官网，天猫，东海证券研究所

产品为核，推成出新

- 华熙生物：4大品牌矩阵差异化定位。公司依托自身玻尿酸行业龙头地位，建立了透明质酸全产业链业务。在化妆品品牌上，公司四大品牌覆盖高中低三个市场，以玻尿酸为亮点，契合消费者对功效性诉求，持续发展化妆品业务。
- 化妆品成为主要营收贡献来源。公司2021年护肤品业务占总营收占比达到67%。

功能性护肤品收入及增速



资料来源：公司年报，公司官网，东海证券研究所

华熙生物四大品牌介绍

	核心成分	定位	简介	上市时间
润百颜	玻尿酸	中高端	透明质酸护肤核心品牌	2012
夸迪	5D玻尿酸+CT50	高端	抗衰、抗初老	2018
米蓓尔	玻尿酸、依克多因、二裂酵母	低端	专为敏感肌肤研制	2018
BM肌活	糙米发酵液、其他生物活性物质	低端	专研发酵，以“「酵」醒肌肤活力”为品牌口号	2018



产品为核，推成出新

□ 各公司积极推出一系列新品。

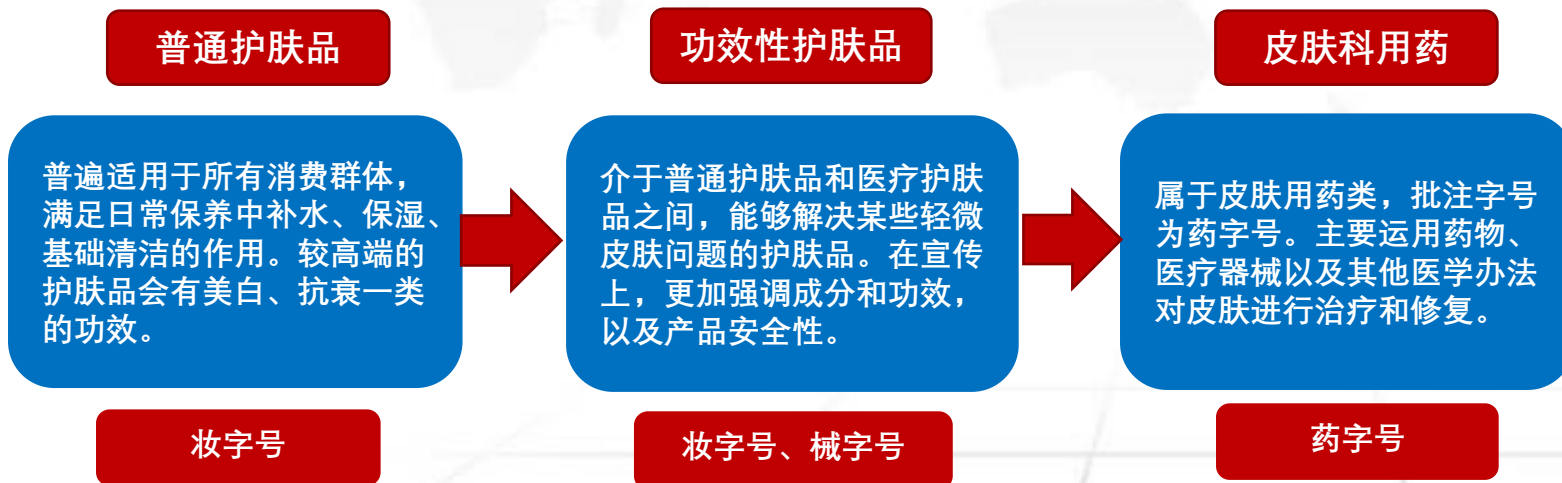
2022年珀莱雅、贝泰妮、华熙生物上新产品

品牌	时间	产品名称	价格
珀莱雅	2022.01	源力面霜	280元/50g
	2022.03	保龄球橘瓶VC精华	469元/33.6ml
	2022.04	白晶钻光透焕肤爽肤水	190元/160ml
	2022.04	白晶钻光透焕肤面霜	220元/50g
	2022.04	白晶钻光透焕肤乳液	2220元/120ml
	2022.04	小夜灯眼霜2.0	320元/20ml
	2022.05	红宝石面霜2.0	350元/50g
	2022.06	源力面膜	130元/5片
	2022.07	双白瓶精华	340元/36ml
	2022.09	源力精华2.0	299元/30ml
彩棠	2022.01	三色遮瑕	209元/5g
	2022.04	定妆喷雾	219元/120ml
	2022.08	舒柔净澈卸妆膏	289元/120ml
薇诺娜	2022.03	抗初老精华轻颜瓶	398元/30ml
	2022.05	蓝铜胜肽精华	498元/22.5ml
	2022.06	三体涂抹面膜	338元/180g
	2022.07	熊果苷美白保湿精华次抛	588元/45ml
	2022.09	特护精华	338元/30ml
夸迪	2022.1	乳糖酸清痘精华	298元/30ml
	2022	水油双锁面膜	198元/5片
米蓓尔	2022.05	紫色冻干面膜	198元/5片
	2022.05	三因抗糖精华乳液	458元/100ml
	2022.06	小蓝帽冻膜	258元/110g
	2022.09	粉水2.0	128元/100ml
润百颜	2022.03	抚纹靓透次抛精华	499元/45ml
	2022.04	玻尿酸HACE发酵面膜	199元/5片
	2022.04	HACE云朵眼膜	209元/7片
	2022.06	咖啡净透小奶盖泥膜	169元/45g
	2022.07	玻尿酸水光精华面膜	59.9元/24g

功效性护肤品成新亮点

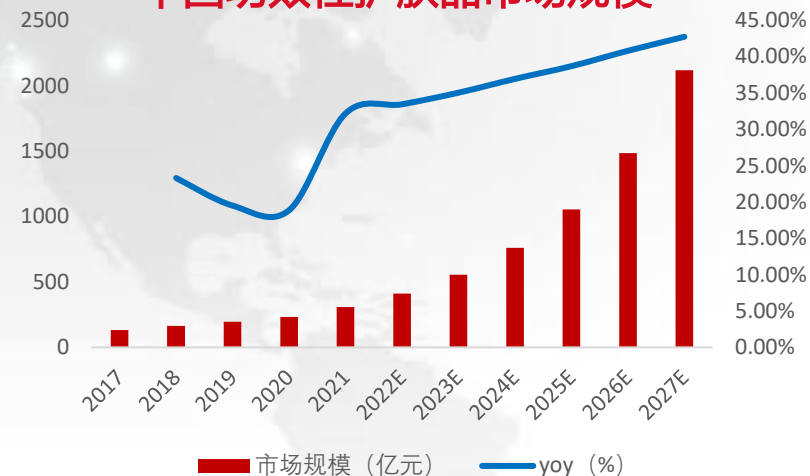
- 在功效需求驱动下功能性护肤品市场增长迅速。功效性护肤品主要是运用活性成分修复皮肤屏障并能针对性解决皮肤问题的护肤品，主要功效包括了补水、祛红、祛痘、美白、抗衰、防晒等。沙利文数据显示，2021年中国功效性护肤品市场规模已达到308亿，2017-2021年CAGR达到23.4%，2022-2027CAGR有望达到38.8%。从渗透率来看，中国2020年功效性护肤品渗透率仅为7%，与法国、美国等发达国家仍有较大差距。

功效性护肤品功效介于普通护肤与皮肤科用药之间

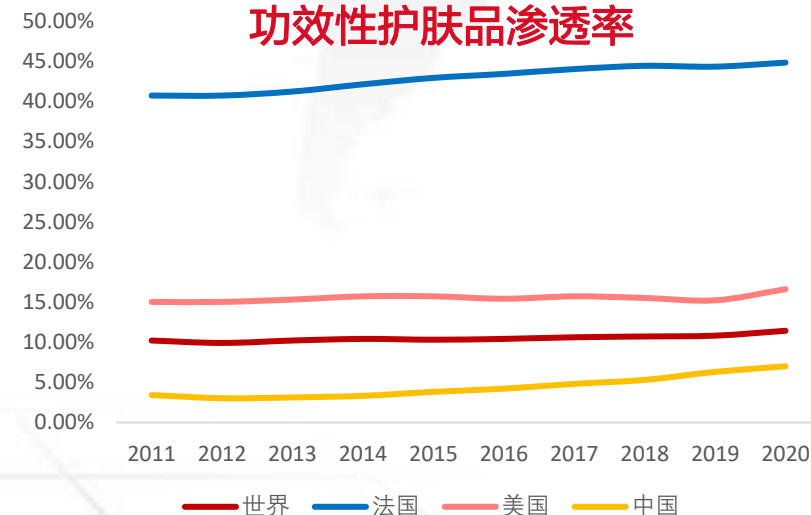


资料来源：华经产业研究院，沙利文，欧睿，东海证券研究所

中国功效性护肤品市场规模



功效性护肤品渗透率



功效性护肤品成新亮点

- 国内功效性护肤品市场集中度高。2020年，全球功能性护肤品CR10达到57.9%，中国功能性护肤品CR10达到82.4%。
- 国产龙头市占率快速提升。薇诺娜市占率由2016年的10.2%快速增长至2020年的21.6%。整体来看，国内功效性由于起步较晚，国产品牌近几年才呈快速发展态势，排名前五品牌中仍只有薇诺娜为国产品牌，头部品牌市占率、位次仍然处于交替波动状态。

全球功效性护肤品TOP10

品牌	2016	2017	2018	2019	2020
理肤泉	11.2	11.6	11.6	11.8	11.6
雅漾	10.3	10.2	9.9	9.3	8.6
薇姿	9.7	9.4	9	8.6	8.2
艾维诺	5.4	5.3	5.2	5.2	5.2
优色林	5.2	5.1	5.1	5	5.1
高伦雅芙	5.7	5.3	5.1	4.9	4.7
丝塔芙	3.6	3.6	3.7	3.8	4.1
薇诺娜	0.9	1.2	1.9	2.7	3.7
贝德玛	3.2	3.4	3.6	3.7	3.4
适乐肤	1.1	1.8	2.1	2.2	3.3
CR10	56.3	56.9	57.2	57.2	57.9

中国功效性护肤品TOP10

品牌	2016	2017	2018	2019	2020
薇诺娜	10.2	12.5	15.9	18.7	21.6
理肤泉	12.1	11.3	10.7	10.5	10.9
雅漾	24.3	20.9	16.6	12.7	10.5
贝德玛	6.6	8.7	8.6	7.8	6.4
修丽可	1.2	1.4	2.1	4.1	6
芙丽芳丝	5.1	5.5	5.8	5.5	5.8
城野医生	-	3.2	5.1	5.9	5.4
CNP	4.1	3.3	3.7	5.7	5.3
薇姿	12.8	10	8.3	6.2	5.3
玉泽	2.1	2.4	2.6	2.5	5.2
CR10	78.5	79.2	79.4	79.6	82.4

资料来源：华经产业研究院，沙利文，东海证券研究所

功效性护肤品成新亮点

- ❑ **贝泰妮：云南本土原料为核。**薇诺娜以“解决中国人常见的问题肌肤”为核心，依托了云南青刺果、马齿苋等特色植物成分，进一步完善活性成分提取和功效研究，最后运用创造了薇诺娜品牌。
- ❑ **华熙生物：玻尿酸为核。**四大功效性护肤品中润百颜作为玻尿酸科技护肤的引领者，深耕玻尿酸核心科技；夸迪围绕5D玻尿酸成分以及CT50技术主打冻龄抗衰；米蓓尔“专为敏感肌肤研制”，受到Z世代用户喜爱；BM肌活定位“活性成分管控大师”，助力肌肤维稳、水油平衡。

云南特色植物青刺果



马齿苋



华熙生物四大护肤品多以玻尿酸原料为核心

	核心成分	定位	简介	上市时间
润百颜	玻尿酸	中高端	透明质酸护肤 核心品牌	2012
夸迪	5D玻尿酸 +CT50	高端	抗衰、抗初老	2018
米蓓尔	玻尿酸、依克 多因、二裂酵 母	低端	专为敏感肌肤 研制	2018
BM肌活	糙米发酵液、 其他生物活性 物质	低端	专研发酵，以 “「酵」醒肌肤 活力”为品牌口 号	2018

资料来源：公司官网，东海证券研究所

- 行业方面：随着整体线上渠道的放缓，化妆品整体处于渠道优势转向产品优势的过程中。展望2023，我们认为国潮风的兴起以及功效性护肤品赛道的崛起为中国龙头品牌带来机会。随着中国国货化妆品不断完善自身产品矩阵，大单品影响力不断提升，国货抓住消费者需求，带来复购率不断提升。
- 公司方面：我们建议关注依靠自身大单品影响力+彩棠第二增长曲线，后续有望进一步提升自身品牌地位的珀莱雅；主攻功效性护肤品赛道的龙头企业贝泰妮；以及作为玻尿酸全球龙头企业，全产业链布局，拥有四大产品矩阵的华熙生物。

	公司名称	总市值	营收增速			归母净利润增速			归母净利润（亿元）			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603605.SH	珀莱雅	459	23%	30%	24%	21%	31%	25%	5.76	7.54	9.42	73	61	49
300957.SZ	贝泰妮	566	53%	38%	33%	59%	38%	34%	8.63	11.9	15.91	94	48	36
600315.SH	上海家化	204	9%	0%	15%	51%	-11%	38%	6.49	5.78	7.97	42	35	26
002243.SZ	力合科创	99	38%	13%	14%	7%	-1%	16%	6.31	6.23	7.21	22	16	14
300132.SZ	青松股份	36	-4%	-14%	5%	-298%	75%	168%	-9.12	-2.3	1.55	-6	-14	23
300856.SZ	科思股份	82	8%	57%	25%	-19%	142%	25%	1.33	3.21	4	54	26	21
603983.SH	丸美股份	141	2%	4%	14%	-47%	-1%	22%	2.48	2.45	2.99	52	58	47
300740.SZ	水羊股份	54	35%	18%	27%	69%	17%	49%	2.36	2.78	4.14	28	19	13
603630.SH	拉芳家化	33	12%	3%	11%	-41%	10%	12%	0.69	0.76	0.85	66	43	39
300955.SZ	嘉亨家化	25	20%	9%	40%	4%	1%	57%	0.97	0.97	1.53	34	26	17

资料来源：同花顺一致预测，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

化妆品：（1）增速放缓，国货兴起

02

化妆品：（2）产品为核，功效性护肤崛起

03

医美：（1）快速成长，政策趋严，线下承压

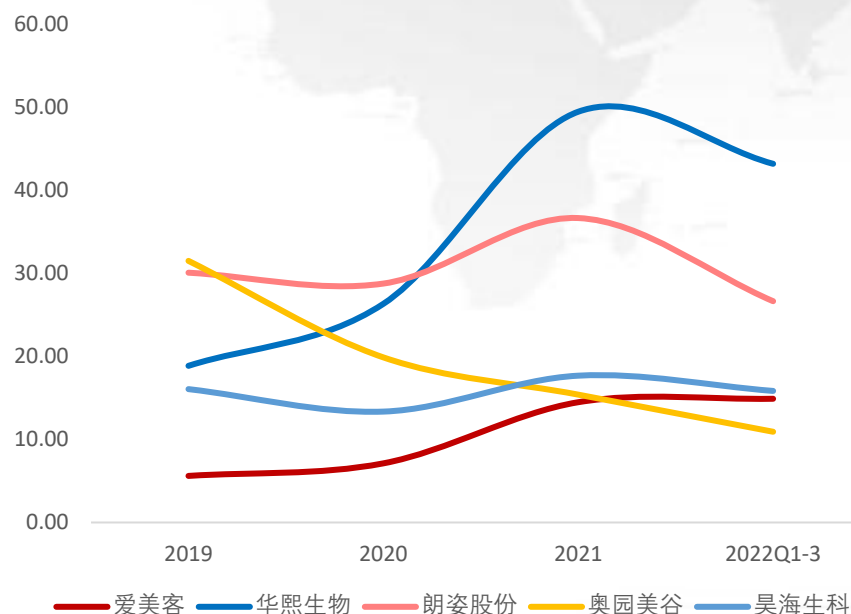
04

医美：（2）发掘新蓝海市场

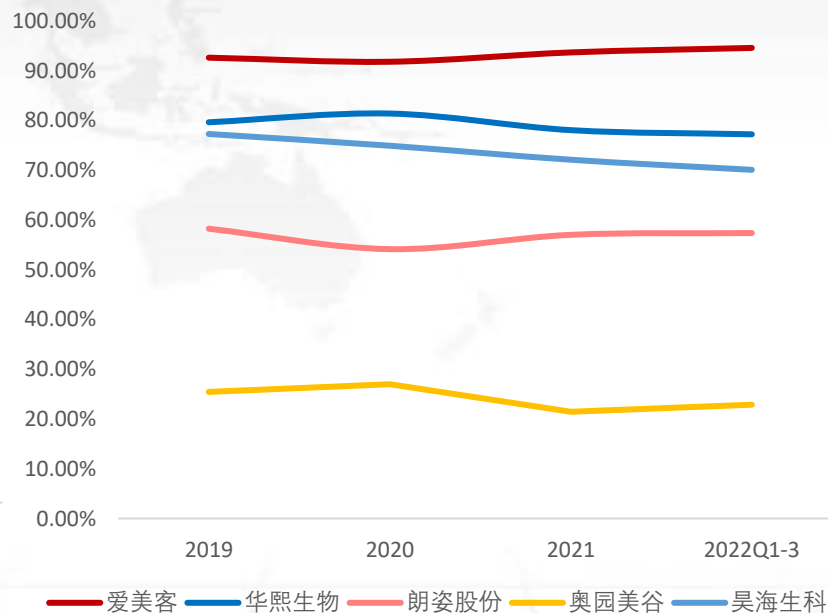
上游国货龙头表现较优

□ 上游机构利润高，营收稳定。2022年前三季度，上游头部企业爱美客业绩表现较佳，营收、净利增速超40%，毛利率维持90%以上，朗姿股份受疫情影响较大，线下客流缺失，净利下滑。

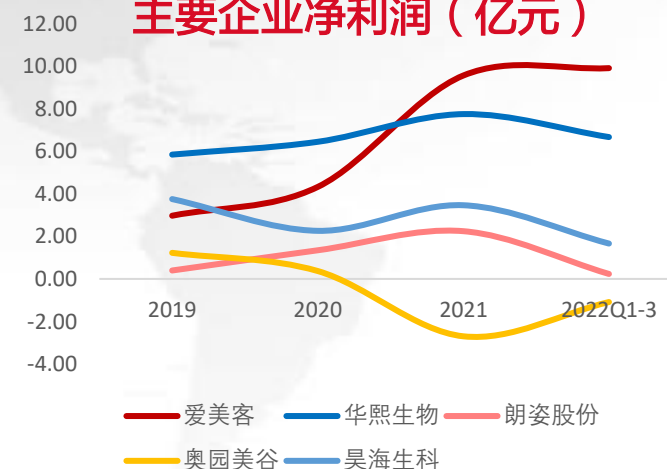
主要企业营业收入（亿元）



主要企业毛利率（%）



主要企业净利润（亿元）



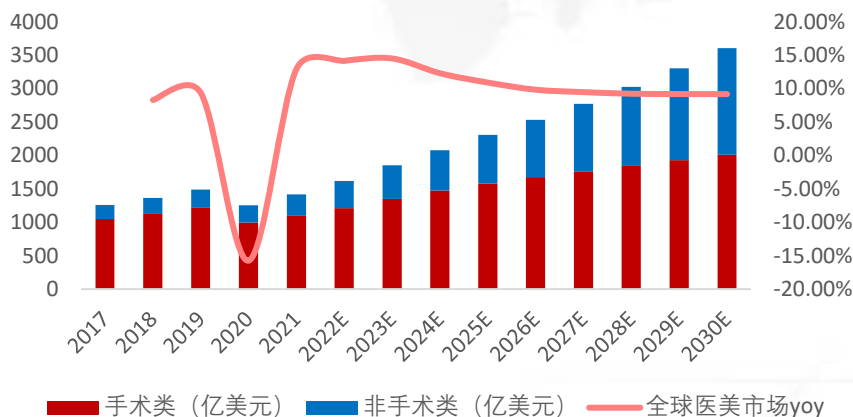
	2022Q1-3营收增速 (%)	2022Q1-3净利润增速 (%)
爱美客	46%	40%
华熙生物	43%	20%
朗姿股份	1%	-84%
奥园美谷	-24%	-151%
昊海生科	24%	-47%

资料来源：同花顺，东海证券研究所

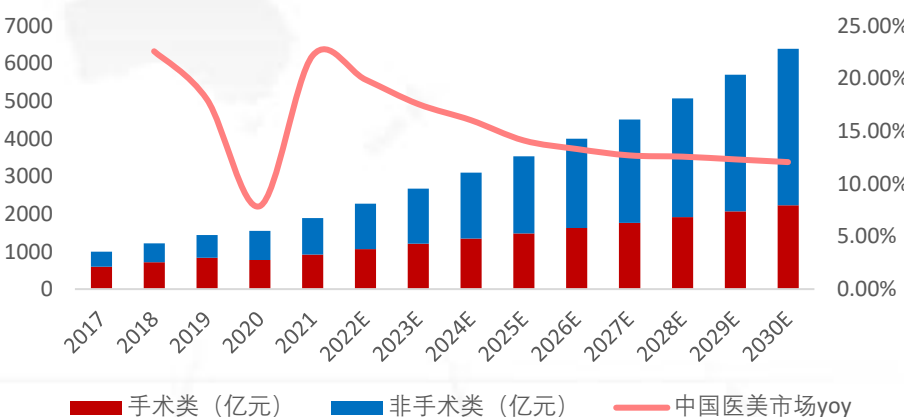
中国市场高速增长，渗透率有望进一步提升

- 中国医美市场增速高于全球。2021年中国医美市场规模达1892亿元，2017-2021年CAGR达17.5%，远高于全球的3.0%；预计2030年中国医美规模有望增长至6382亿元，2021-2030年CAGR达14.5%，高于全球的10.9%。
- 人均渗透率远低于全球水平。2020年，中国每千人医美次数为20.8次，仅为韩国的1/4，美国的1/2，相较于海外还有提升空间。未来随着医美认知度的不断提升、产品以及市场的不断完备，医美渗透率增长可期。

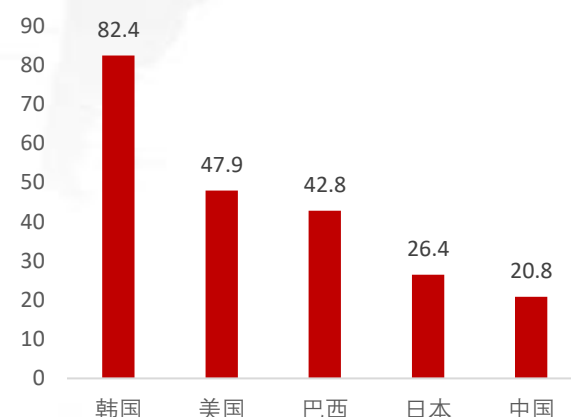
全球医美市场规模及增速



中国医美市场规模及增速



中国渗透率较低（次/千人）

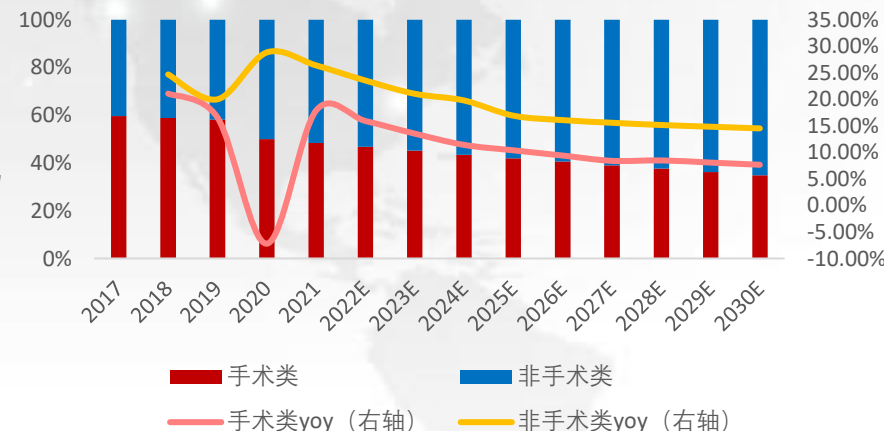


资料来源：沙利文，爱美客港股招股书，东海证券研究所

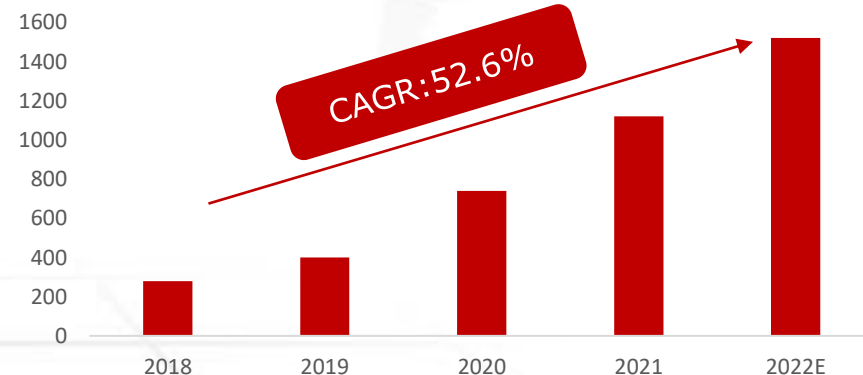
中国市场高速增长，轻医美盛行

- 轻医美项目更受欢迎。填充、去皱、光电、线雕等非手术类轻医美项目创伤小、恢复快，获得更多消费者的青睐。2021年非手术类医美项目在中国占比增长至52%，预计2030年有望领占65%的中国医美市场。
- 轻医美用户市场规模快速提升。2018-2022年我国轻医美市场用户规模复合增长率为52.6%，预计2022年用户人数达1520万人。

中国手术类、非手术类医美占比及增速



中国轻医美市场用户规模（万人）



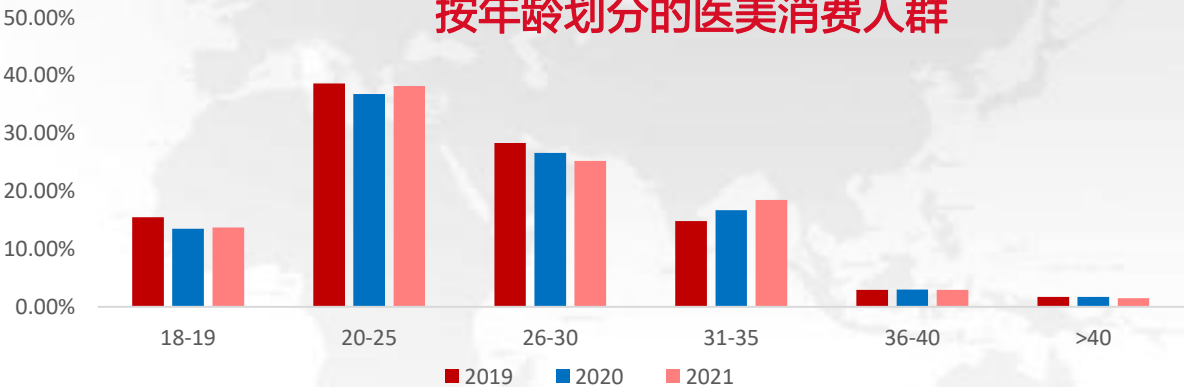
资料来源：艾媒数据，《医美行业白皮书》，东海证券研究所

需求端消费能力提升

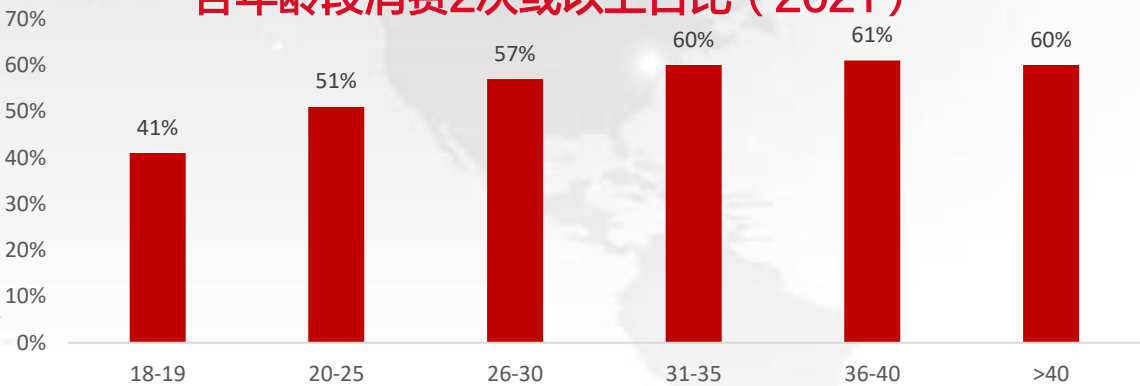


- 主力军占比高，需求复购率高。
- 男颜经济兴起。

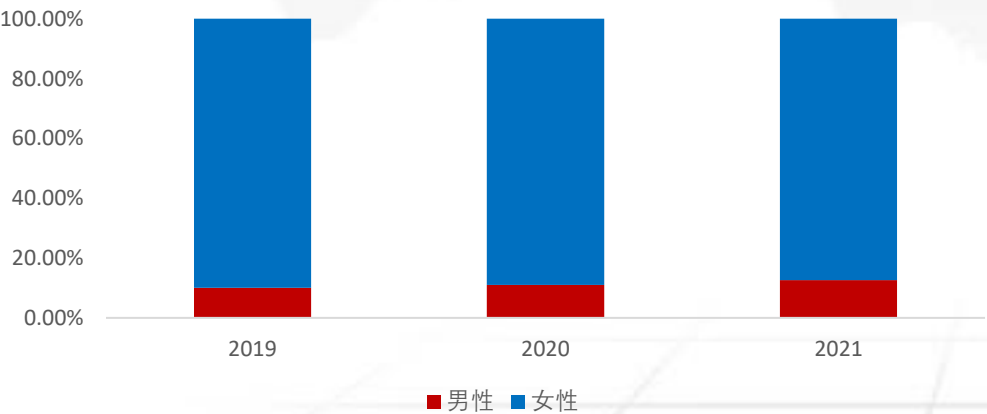
按年龄划分的医美消费人群



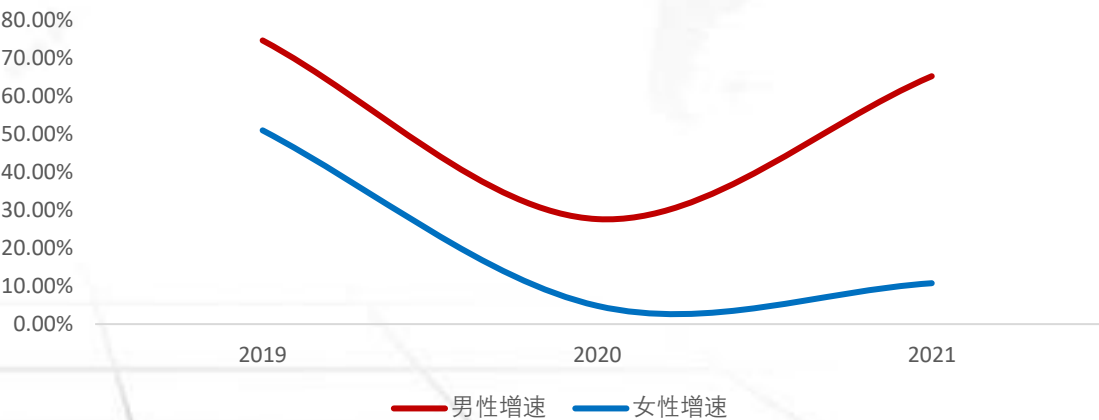
各年龄段消费2次或以上占比（2021）



男女医美消费占比



男女医美消费增速对比



资料来源：同花顺，新氧数据研究院，东海证券研究所

政策端：行业政策趋严

□ 行业监管日益严格。我国医美起步较晚，行业乱象较为严重，国家对于行业规范更为重视，加大对非法医疗美容的打击。行业政策的规范化、系统化有助于提升行业门槛，利好头部企业。

时间	名称	发布机构	主要内容
2017.05	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	国家卫生计生委等七部委	强调严厉打击非法医疗美容专项行动
2020.04	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	国家卫生健康委	规范医疗美容服务、药品及器械生产经营使用、医美广告发布。
2020.07	《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》	国家卫生健康委	指导各地规范开展医疗美容主诊医师培训工作。
2020.11	《医疗美容病历范本(试行)》	中国整形美容协会	针对医疗美容机构病例不规范问题，发布医疗美容病例范本。
2021.02	《医疗美容机构评价标准实施细则(2021版)》	中国整形美容协会	推进医疗美容合规发展，推动医疗美容机构加强内部管理。
2021.06	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫生健康委联合八部委	打击非法医疗美容活动、非法制售药品医疗器械行为，查处违法广告，严格规范医疗美容服务。
2021.06	《关于规范医疗美容相关金融产品和金融服务的倡议》	中国互联网金融协会	促进医疗美容相关金融产品和服务规范发展严防医美金融产品乱象，例如“诱导消费者过度借贷”等。
2021.08	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	市场监管总局	从市场推广的角度规范和加强医疗美容广告监管，整治各类医疗美容广告乱象，如制造“容貌焦虑”、使用患者名义或者形象进行诊疗前后效果对比、对诊疗的安全性或功效做保证性承诺、利用广告代言人为医疗美容做推荐证明等。
2021.09	《关于停止播出“美容贷”及类似广告的通知》	国家广播电视总局	一些“美容贷”广告以低息甚至无息吸引青年，诱导超前消费、超高消费，涉嫌虚假宣传、欺骗和误导消费者，造成不良影响，为此决定各广播电视和网络视听机构、平台一律停止播出“美容贷”及类似广告。
2022.03	《医疗器械分类目录》调整内容	国家药品监督管理局	射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线、（水光针）明确按照III类医疗器械监管。
2022.10	《监管总局就医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	中国整形美容协会	1) 不得做任何形式的虚假宣传，包括线上&线下类推介会、展销会等；2) 规范服务价格，要求明码标价，不得收取未予标明的费用。

资料来源：公开资料，东海证券研究所

产业链：上游占据主导地位

- 上游：高壁垒高毛利。上游机构具备资金、技术优势，对下游话语权高。
- 中游：连锁医美机构扩张。目前合规机构仍然比重较低，价格战、营销战不断，盈利能力不强。
- 下游：互联网平台快速发展。



资料来源：各公司年报，艾瑞咨询，东海证券研究所



CONTENTS

目录

01

化妆品：（1）增速放缓，国货兴起

02

化妆品：（2）产品为核，功效性护肤崛起

03

医美：（1）快速成长，政策趋严，线下承压

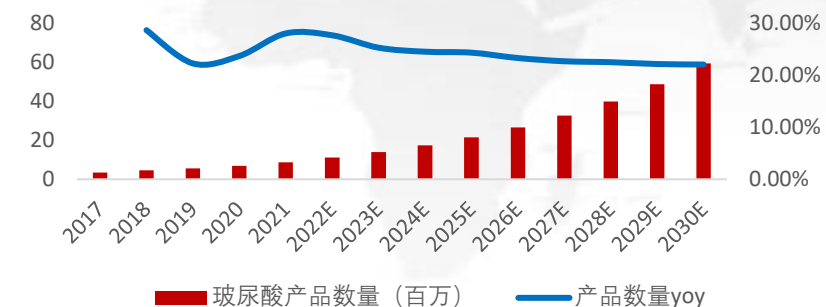
04

医美：（2）发掘新蓝海市场

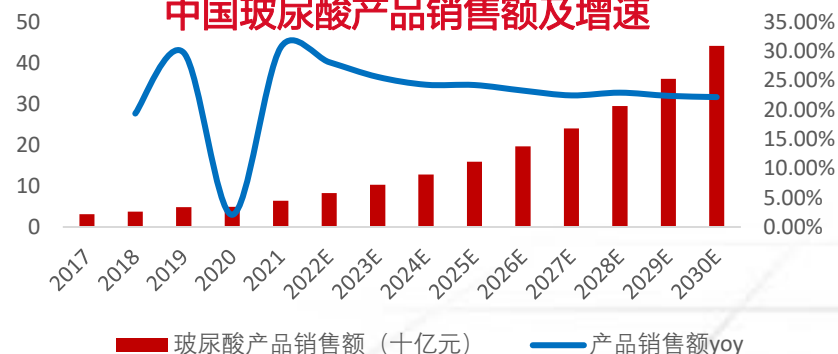
玻尿酸肉毒素仍为主导

- **玻尿酸国内市场：**2021年中国玻尿酸按出厂价销售额规模达到64亿元，销售量达870万支，2017-2021CAGR分别为19.9%/25.6%，预计2022-2030CAGR将达23.4%/23.3%。
- **市场群雄争霸，国产替代。**国内产品销量市占率高，均价低。2021年，爱美客、华熙生物、昊海生科按销量占据中国61.3%的市场，但销售额仅占32.8%；美国艾尔建凭借旗下乔雅登系列5%的市场销量占居了23.8%的销售额市占率。

中国玻尿酸产品销量及增速



中国玻尿酸产品销售额及增速



	按销量中国玻尿酸市场份额占比		按销售额中国玻尿酸市场份额占比	
	2020	2021	2020	2021
爱美客	27.2%	39.2%	14.3%	21.3%
华熙生物	12.8%	11.7%	8.9%	7.8%
昊海生科	7.8%	10.4%	3.0%	3.7%
国内合计	47.8%	61.3%	26.2%	32.8%
韩国LG	20.6%	7.5%	14.8%	5.6%
美国艾尔建	4.4%	5.0%	20.5%	23.8%
瑞典Q-MED	6.6%	4.9%	12.7%	9.1%
韩国Humedix	5.1%	4.2%	5.1%	4.1%
法国Revitacare	-	1.8%	-	4.1%
海外合计	36.7%	23.4%	53.1%	46.7%
其他	15.4%	15.3%	20.7%	20.4%

资料来源：沙利文，爱美客港股招股书，东海证券研究所

玻尿酸肉毒素仍为主导

- 肉毒素国内市场：2021年中国肉毒素按出厂价销售额规模达到46亿元，注射次数达450万支，2017-2021CAGR分别为25.6%/27.4%，预计2022-2030CAGR将达25.1%/26.1%。
- 肉毒素：四雄争霸。肉毒素产品审批严格，行业进入门槛高、格局稳固，肉毒素由低端-高端双寡头格局走向四足鼎力，包括艾尔建保妥适、兰州衡力、高德美吉适、四环医药乐提葆，后两家2020年刚获批上市。

目前国内四款合规产品

	保妥适	衡力	乐提葆	吉适
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	韩国Hugel	英国高德美
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	900Kda	500/900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	一至两周	1-2天
终端价格	1800-4800元/支	480-1500元/支	1500-3500元/支	800-1400元/支
适用于	精细化部位	大面积区域	精细化部位	大面积区域

中国肉毒素市场规模及增速



中国肉毒素注射次数及增速



在研肉毒素产品

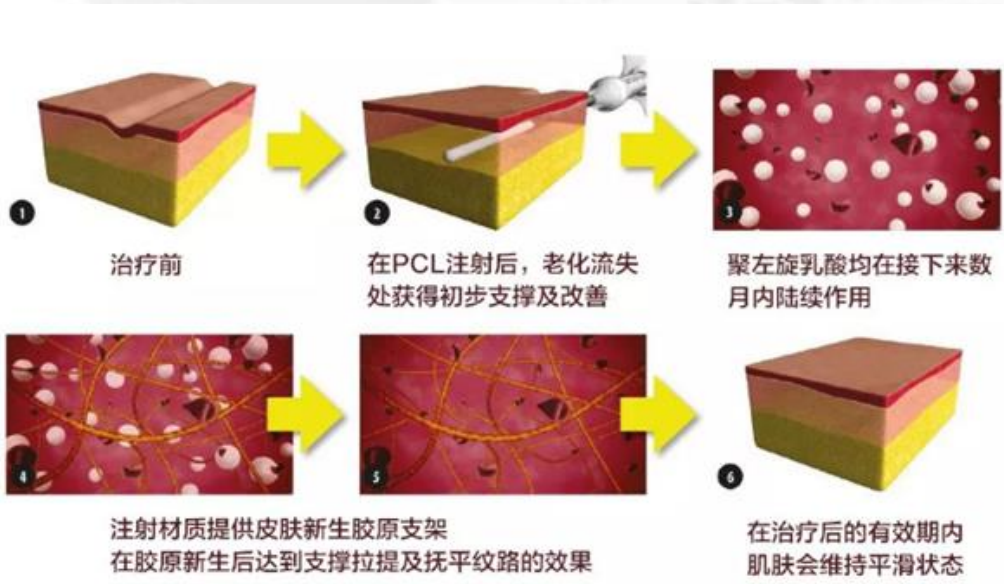
	Hutox	Jetema	RT002	Xeomin
生产机构	韩国Huons	Jetema	美国Revance	德国Merz
国内代理企业	爱美客	华东医药	复星医药	精鼎医药
目前进度	III期临床，预计2024年上市	预计2024年获批	国内处于III期临床阶段	已完成临床试验

资料来源：沙利文，爱美客港股招股书，新氧，东海证券研究所

再生类成第二增长曲线

- 再生类注射剂就是俗称的童颜针、少女针。通常包含传统的玻尿酸及高分子微球，同时兼顾即时饱满效果和长期填充作用。短期通过玻尿酸有一个即时填充的效果，长期通过微球刺激机体自身胶原蛋白的合成。
- 再生类产品相较于玻尿酸更加长效，效果更为自然，同时可降解吸收，无任何残留和有害物质，安全性高。

童颜针运作原理



再生类注射与玻尿酸对比

	再生类	玻尿酸
结构	PLLA/PCL	链状结构多糖
技术	新型技术, 快速发展	成熟期
价格	10000-20000元/ml	300-15000元/ml
功能作用	填充、抗老、刺激胶原蛋白再生	填充+塑型
优势	较为自然, 维持时间长	性价比高
劣势	操作难度大, 成本高	交联剂无法代谢、透光
竞争格局	仅三款合规产品, 处于发展初期, 核心竞争力在于产品和渠道	竞争激烈, 产品众多

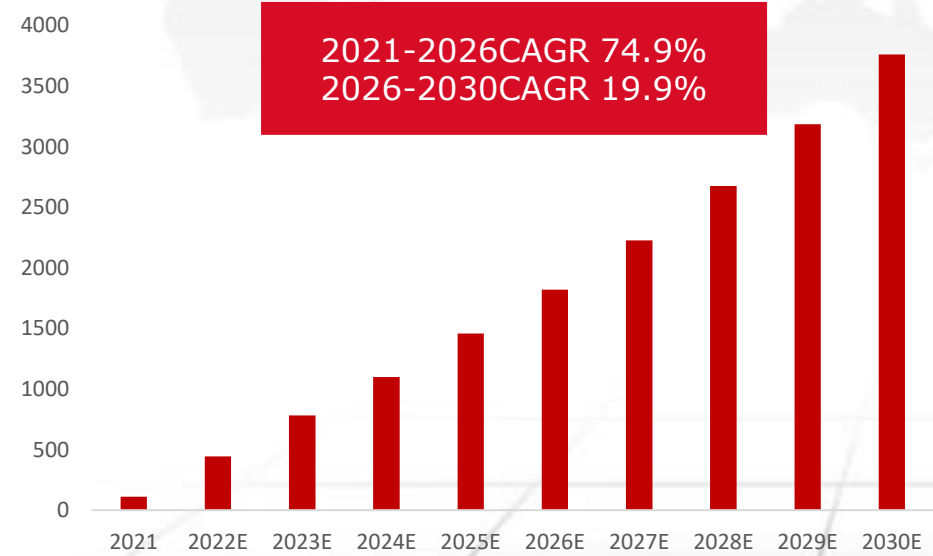
资料来源: 新氧, NMPA, 公开资料整理, 东海证券研究所

再生类成第二增长曲线



- 2021年为再生类注射剂元年，2021年市场规模111.3百万元，随着更多产品获批，市场规模有望快速发展，预计2021-2026CAGR达74.9%，2026-2030CAGR达19.9%。
- 合规产品占据先机，市场未来有望扩大。目前国内仅三款合规产品，市场非合规市场较大，随着医美监管趋严，合规产品市场有望进一步提升。短期看牌照，长期看渠道及产品力。

基于聚左旋乳酸的皮肤填充剂产品市场（按销售额，基于出厂价）



2021-2026CAGR 74.9%
2026-2030CAGR 19.9%

资料来源：沙利文，爱美客港股招股书，公开资料整理，东海证券研究所

国内三款合规产品

	艾维岚（初代童颜针）	伊妍仕（少女针）	濡白天使（二代童颜针）
上市时间	2021.8	2021.4	2021.9
所属公司	长春圣博玛	华东医药	爱美客
产品成分	PLLA	PCL(30%)+CMC(70%)	PLLA+交联玻尿酸+利多卡因
提前配置	提前15-20min混合	无需	无需
终端价格	18800元/支	18800元/支	12800元/支
产品规格	340mg/支	1ml/支	0.75ml/支
治疗疗程	3次注射为一疗程，每次间隔1个月	3-4次注射为一个疗程，每次间隔1个月	一般只需注射一次，全脸需5-6支
维持时间	24-30个月	12-24个月	24个月

再生类在研产品

	产品名称	价格	预计上市时间
四环医药	一代童颜针	注册检测	2023
	二代少女针	动物试验	2023
Galderman（高德美）	Sculptra	临床	2024
尚礼	初代童颜针	临床	2025-2026
江苏吴中	爱塑美	临床Ⅲ期	2023

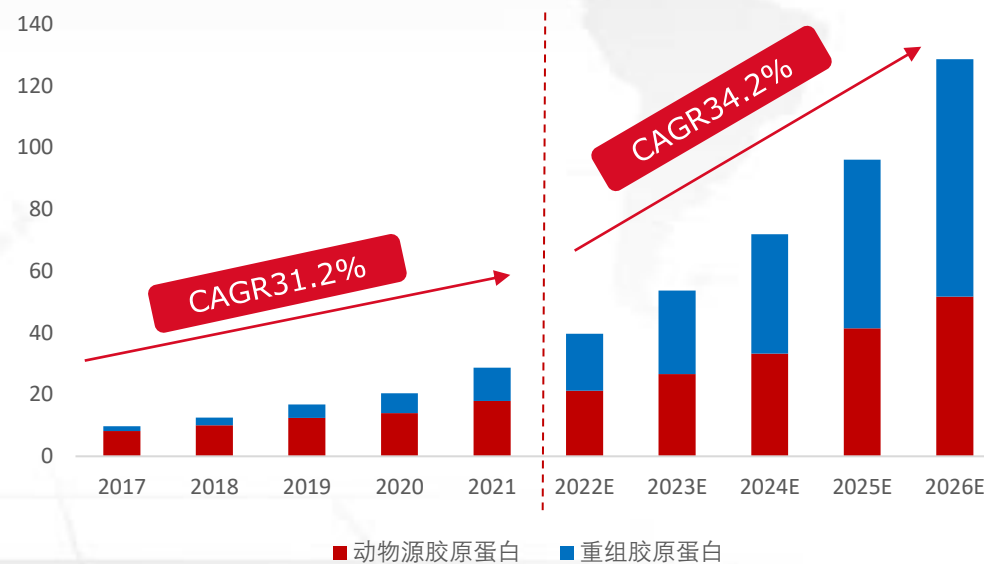
胶原蛋白持续升温

- ❑ 重组胶原或在未来占领高端填充市场。相比于动物源胶原蛋白，重组胶原蛋白避免了免疫原性、致敏的问题，未来相关产品入场值得期待。
- ❑ 重组胶原蛋白有望在2023年超过动物源胶原蛋白。2021年动物源、重组胶原蛋白市场规模分别为179亿、108亿元，预计2023年重组胶原蛋白市场规模有望超过动物源胶原蛋白达到271亿元。

动物源与重组胶原蛋白对比

	动物源胶原蛋白	重组胶原蛋白
制备方法	动物组织水解（猪牛鸡、鱼）	人的基因片段重组表达
组织成分	各种结构混杂、杂质多	结构清晰、杂质少
可加工性	弱，可能结构变形	强，可进一步加工
安全性	容易产生排异过敏现象	无动物源成分，安全
生产过程	技术成熟，批间差异大	技术尚不成熟，批间差异小
生产周期	半年	2周以内
价格	20-40万/kg	医用级每千克接近百万元
优势	保持完整的生物活性	安全、可量产
劣势	排异过敏可能性大，批次质量差距大，量产难度大	难保持完整生物活性、支撑性

中国胶原蛋白市场规模（十亿元）

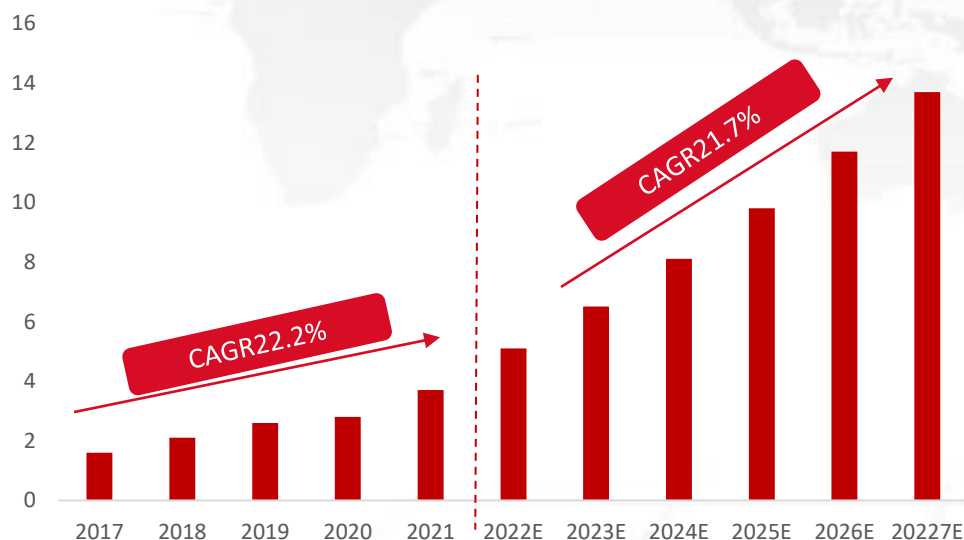


资料来源：智研咨询，沙利文，巨子生物招股书，东海证券研究所

胶原蛋白持续升温

- 医美胶原蛋白市场规模2021年达到37亿元，2017-2021CAGR达22.2%，预计2022-2027CAGR21.7%。
- 合规产品较少。目前，获NMPA三类医疗器械认证的胶原蛋白注射产品仅6款，包括双美生物（肤丽美、肤力原、肤柔美）、长春博泰（肤美达）、**锦波生物（薇旖美）**、荷兰汉福生物（爱贝芙）。巨子生物、江苏吴中积极研发。

中国医美注射胶原蛋白零售规模（十亿元）



我国胶原蛋白填充产品

公司	价格	原料	维持时间	获批时间
汉福生物	20000-40000元/ml	动物源（牛）	6-12个月	2002
双美生物	6000-15000元/ml	动物源（猪）	6-8个月	2009
长春博泰	4000-12000元/ml	动物源（牛）	6-8个月	2012
锦波生物	4700-13000元/ml	重组人源化胶原蛋白	3-6个月	2021
巨子生物	-	重组胶原蛋白	-	临床（2023）
江苏吴中	-	重组胶原蛋白	-	临床（2023）

资料来源：新氧，巨子生物招股书，沙利文，NMPA, 东海证券研究所

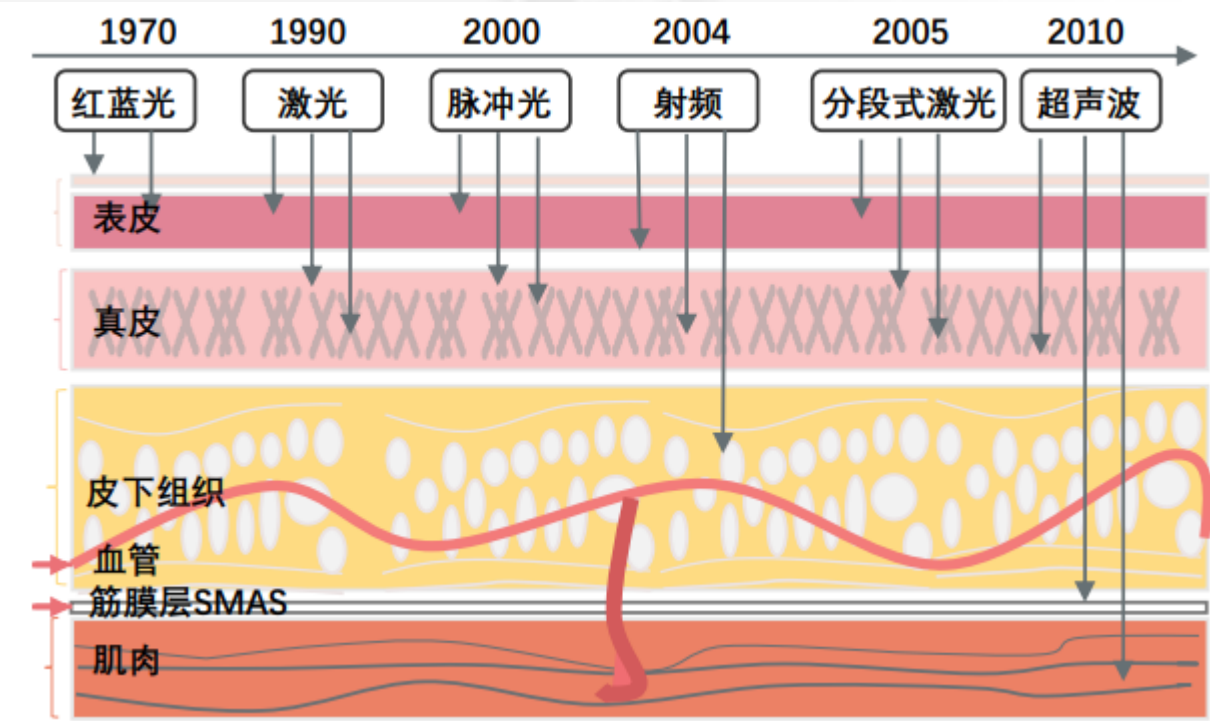
光电产品-外资主导，国产替代

- 光电产品种类多。按照光电原理不同，光电类医美可分为光子类、激光类、射频类、超声波类，目前国内激光、脉冲光占据主要市场，以进口品牌为主。
- 光电设备优势：治疗快速、恢复时间短、见效快。

不同光电设备及功效

	原理	功效	产品
激光	利用核心部激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效应，不伤害周边皮肤组织	嫩肤、脱毛、祛痘、纹身、私密部位、疤痕修复等	点阵激光、皮秒
脉冲光	由氙弧灯产生的强光，经由不同滤光片，获取制定波长范围内的光能量，选择性破坏色素、毛囊、血管等结构，同时刺激真皮胶原纤维增生	脱毛、收缩毛孔、去除色斑及红血丝等	光子嫩肤、激光祛斑、IPL美肤
射频	加热皮肤层，热量会使得水分子与纤维胶原蛋白分离，达到立刻收紧皮肤作用，同时刺激新的胶原蛋白再生而进一步收紧皮肤	修身、紧致、私密美容	热玛吉、热提拉
超声波	利用高强度聚焦式超声波，作用于皮下，聚集热能，温度可达到65℃ - 70℃，在不伤害皮肤表面的同时作用于真皮层、筋膜层	提拉、紧致、塑形	Ulthera 超声提升NMPA未获批

不同光电设备作用皮层

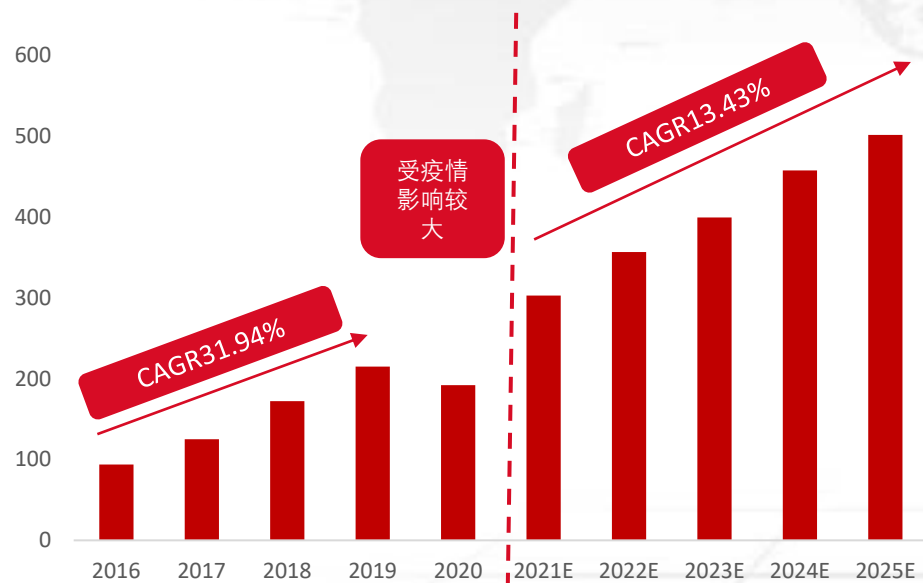


资料来源：新氧，头豹研究院，东海证券研究所

光电产品-外资主导，国产替代

- 2016年-2019年中国光电类医美市场规模由93.61亿元增至216.01亿元，CAGR为31.94%。2020年受疫情影响，线下消费场景缺失，规模收缩至191.73亿元，预计2025年有望达到501.59亿元。
- 已有部分企业布局光电设备。中国领先医美器械企业包括奇致激光、复锐医疗科技、华东医药等。但整体市场目前仍以进口品牌为主，国产企业通过收并购不断增加自身产品，有望实现弯道超车。

中国光电类医美终端市场规模（亿元）



资料来源：新氧，头豹研究院，东海证券研究所

公司	相关业务
奥园美谷	获得科医人光电产品在中国大陆的独家总代理权，首批代理科医人 Divine Pro 非凡蛋白机、Legend Pro传奇美肌两款光电美容激光设备
华东医药	收购能量源型医美器械公司Viora、High Tech
奇致激光	自研+代理模式，代表产品为Profile超级平台（代理美国Sciton）、半导体激光脱毛、二氧化碳激光治疗仪
昊海生科	获得欧华美科63.64%股权，布局射频及激光医疗美容设备等多产品
复锐医疗科技	收购以色列飞顿激光Alma Lasers

- 行业方面：产品端，轻医美为主要驱动力。目前玻尿酸、肉毒素仍为主流市场，再生类、重组胶原蛋白、光电类成下一新赛道。短期看，医美2022年线下需求受疫情影响较大，随着疫情向好，未来医美业绩有望迎来反弹。长期看，医美市场渗透率提升、消费认知提高、国产替代率增长、政策端趋严，利好龙头医美企业业绩增长。
- 公司方面：看好合规产品线丰富、具备资质壁垒的龙头医美企业爱美客。

公司名称	总市值（亿元）	营收增速			归母净利润增速			归母净利润（亿元）			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
爱美客	1122	104%	53%	46%	118%	49%	45%	9.58	14.26	20.72	121	79	54
华东医药	763	3%	10%	11%	-18%	14%	20%	23.02	26.35	31.63	31	29	24
华熙生物	606	88%	40%	33%	21%	30%	31%	7.82	19.18	13.32	95	60	45
朗姿股份	116	27%	8%	17%	32%	-57%	155%	1.87	0.81	2.06	75	144	56
昊海生科	126	33%	19%	23%	53%	-14%	37%	3.52	3.04	4.14	63	47	35

资料来源：同花顺一致预测，东海证券研究所

- 疫情影响消费不及预期。疫情可能影响人均可支配收入以及导致个人消费习惯的改变，可选消费受影响较大。
- 行业竞争加剧：不断涌入的竞争者导致竞争格局发生转变。
- 线上发展不及预期：随着线上流量成本提升，以及增速的放缓使得公司获客成本的提升可能导致业绩不及预期。
- 新品推广不及预期：公司第二增长曲线如不及预期可能影响经营业绩。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：Http://www.longone.com.cn

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE



东海证券微信订阅号



东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所

丰毅

fengyi@longone.com.cn

赵从栋

zhaocd@longone.com.cn

任晓帆

rxsf@longone.com.cn