华安证券
HUAAN SECURITIES

优选龙头，把握成长机会

证券研究报告

2022年12月26日

分析师：王洪岩 （S0010521010001）

联系人：梁 瑞 （S0010121110043）

华安证券研究所

主要观点

- **引言：**

受疫情影响，线下部分消费场景消失，线上受物流扰动大，社零整体承压。展望2023，放松趋势确定，线下人流将逐渐恢复，消费基本面将迎来修复。疫情期间，化妆品社零增速强于社零整体增速，相较于整体消费更具韧性，明年业绩确定性强。医美直接受益于线下人流复苏。

- **化妆品：**

短期行业分化加剧，具有产品力+多品牌+多渠道运营能力的头部化妆品品牌马太效应凸显。长期看，供需双重推动下，行业渗透率仍有提升空间。推荐关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、鲁商发展、上海家化、水羊股份、丸美股份。生产端，新规下产业链价值重分，ODM龙头受益，推荐青松股份、嘉亨家化。

- **医美：**

短期，2023年再生类有望加速放量，关注新品上市带来的拓客机会。长期，1、随着人均收入提高、医美观念的变化及国内可选医美产品的丰富，国内医美渗透率仍将继续提升。2、监管有利于行业长期规范化发展，利好合规经营的龙头企业。推荐爱美客、华东医药、江苏吴中和朗姿股份。

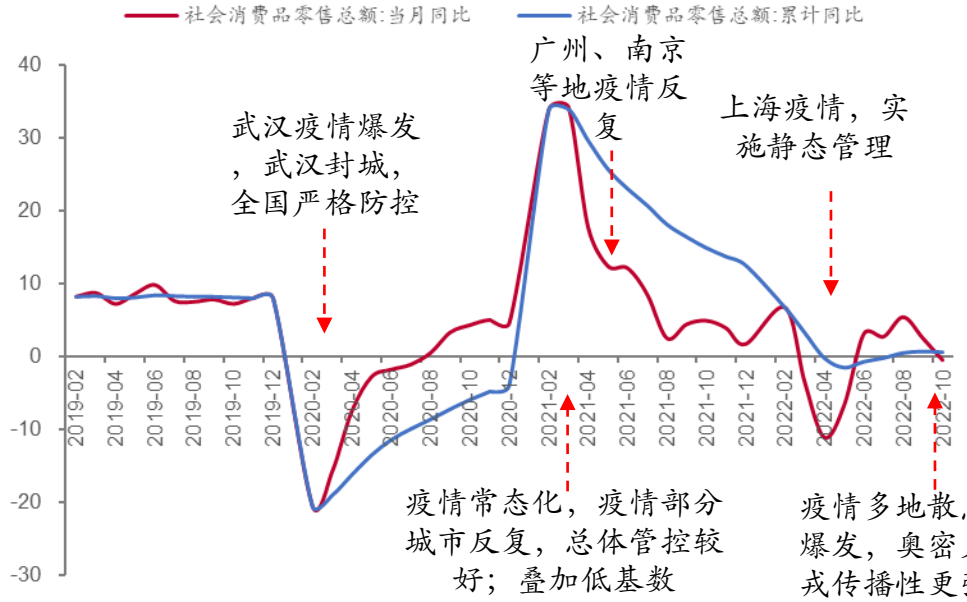
目录

1 引言：疫情影响渐弱，静待消费复苏
2 化妆品：分化加剧，优选龙头
3 医美：高成长，关注产品放量
4 投资建议、风险提示

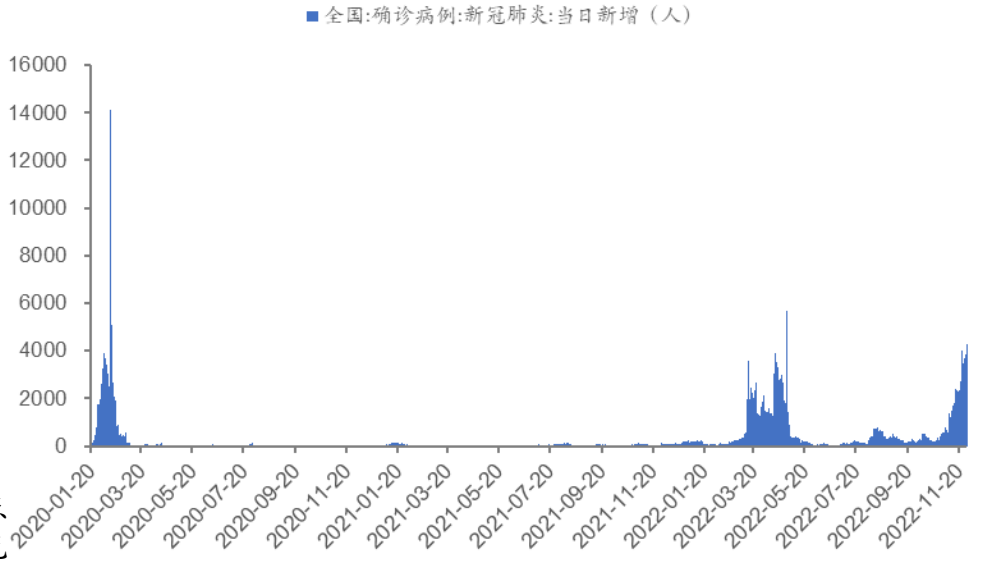
社零增速与疫情关联性强，2022仍受其扰动

- **疫情爆发期，社零数据受到明显扰动。**回顾2019到2022年10月社零数据，2020年初和2022年Q2社零数据出现明显下滑。同一时间段，由于武汉和上海疫情爆发，新冠肺炎当日新增确诊病例都是处于高位。2021年5月底广州疫情爆发，随后南京、郑州多地先后出现疫情，社零增速回落。
- 展望2023年，预计社零增速将类“w”型变动，Q1受2022高基数及放开初期感染高峰影响，增速下滑；Q2低基数效应、消费及出行需求回补；Q3需求更为平稳释放，增速小幅回落；Q4低基数效应，增速回升。

社零同比增速



新冠肺炎当日新增确诊病例

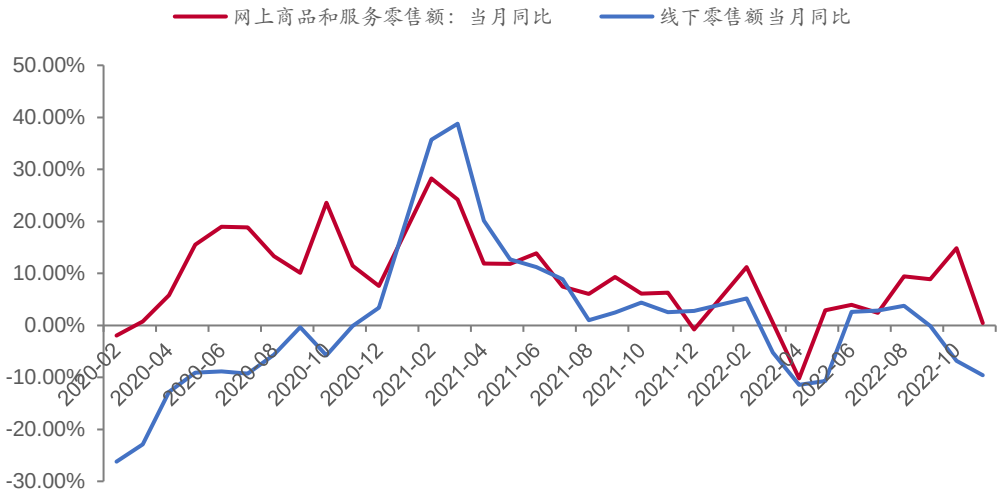


资料来源：wind、华安证券研究所

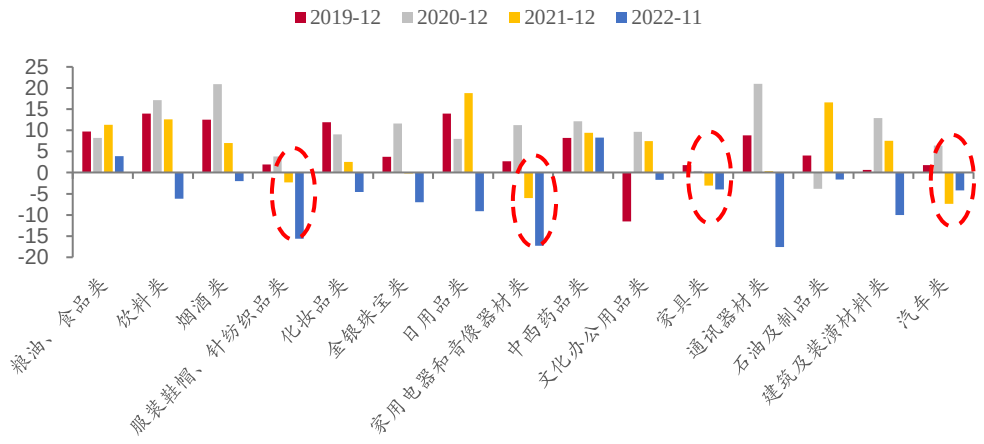
线上渠道受影响小，疫情加速线上转型

- **线上受疫情影响较线下小，因疫情下物流阻断影响大。**2020年全年线下零售额同比增速除12月外全部为负。而线上受疫情影响除2020年2月外其他月份都是高正增长。但2022年Q2线上线下同时出现较大降幅，主要是由于上海封控对于上海及周边江苏和浙江部分地区物流产生较大影响。**线下转线上是大势所趋，疫情催化企业进行线上转型。**随着直播电商及抖快等社媒平台的快速发展，线下转线上是大势所趋。但疫情防控使得线下部分消费场景消失、线下人流减少加速了线下转线上进程。2020年以来线上零售额占比较2019年有明显上升。2023年受抖快高增带动，线下或延续增长。
- **2021全年和2022年1-11月累计同比下滑的品类**：服装鞋帽、针纺织品类；家电和音响器材类；家具类；汽车类。主要是受疫情及相关行业政策影响。

线上和线下零售额当月同比



2019-2022各品类社零增速变化



资料来源：wind、华安证券研究所

疫情全面放松趋势确定，消费迎来春天

- **疫情防控不断优化：**2022年6月底，国家卫健委发布新冠防控方案第九版，调整密接和密接的密接隔离时间，加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。11.11公布进一步优化疫情防控的二十条措施，进一步缩短密接隔离时间，不判定次密接。同时明确要求加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。11月底，广州、重庆、北京等地逐渐落实20条的要求，主要措施包括取消临时管控、无社会面活动人员无需参加社区核酸筛查、地铁取消48h核酸限制等。12月7日新10条正式发布，进一步取消核酸限制、居家隔离限制。

时间	政策名称	主要内容
2022/6/28	关于印发新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）的通知	1、将密切接触者、入境人员隔离管控时间调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”，核酸检测措施调整为“集中隔离医学观察第1、2、3、5、7天和居家健康监测第3天核酸检测，采集口咽拭子”，解除集中隔离医学观察前不要求双采双检。密接的密接管控措施调整为“7天居家隔离医学观察”，第1、4、7天核酸检测。 2、将两类风险区域划定标准和防控措施进行衔接对应，统一使用中高风险区的概念，形成新的风险区域划定及管控方案。高风险区实行“足不出户、上门服务”，连续7天无新增感染者降为中风险区，中风险区连续3天无新增感染者降为低风险区。
2022/11/11	关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知	1、对密切接触者，将管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。 2、及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。 3、将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。在居家隔离第1、3、5、7天各开展1次核酸检测。 4、将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。 5、取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明。6、加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。
2022/11/30	广州多区优化调整疫情防控举措	1、天河：即时解除员村、长兴、棠下、珠吉街道临时管控区的管控措施 2、番禺：解除所有疫情防控临时管控区，按低风险区管理 3、荔湾：即日起解除全区全部临时管控区 4、海珠：科学精准划定风险区，符合居家隔离条件的密切接触者实施居家隔离；全区全域（除高风险区外）按低风险区管理 5、越秀：即日起调整区管控区域，后续将根据疫情防控形势变化适时调整 6、白云：所有疫情防控临时管控区优化调整为按低风险区管理 7、花都：调整5镇街为低风险区 8、从化：解除6镇街及明珠工业园区域临时管控措施；恢复线下教学 9、增城：10镇街部分区域调整为低风险区 10、南沙：进一步优化调整高风险区域范围 11、黄埔：除实行“足不出户、上门服务”管理措施的区域外，解除其余疫情防控临时管制措施
2022/11/30	石家庄市疫情防控总指挥部办公室	自12月1日起，桥西区、长安区、裕华区、新华区、高新区、循环化工园区实施分区分级差异化防控，有序恢复生产生活秩序。
2022/11/30	疫情防控新闻发布会	重庆中心城区和梁平区将按照“分区分类、由点及面、逐步放开”思路，由各区根据疫情发展形势，实行差别化防控措施。其他区县在风险可控前提下，逐步实行常态化防控。
2022/11/30	北京市新型冠状病毒肺炎疫情防控工作新闻发布会	北京市长期居家老人、居家办公和学习人员、婴幼儿等无社会面活动的人员，如果无外出需求，可以不参加社区核酸筛查。
2022/12/1	深圳举行新闻发布会，将进一步优化疫情防控措施，不以时空伴随作为判定密接标准	1、高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大。符合解封条件的要及时解封，封控管理要快封快解，应解尽解。 2、及时、准确判定密切接触者，不得随意扩大密切接触者甄别范围，不以时空伴随作为判定密切接触者的标准。 3、密切接触者原则上落实集中隔离观察，符合居家隔离条件的密切接触者实施居家隔离。 4、按照《第九版防控方案》和进一步优化疫情防控“二十条”措施要求，对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围，一般不按行政区域开展全员核酸检测。
2022/12/2	北京市交通委员会发布	自12月5日起，公交、地铁不得拒绝无48小时核酸阴性证明的乘客乘车
2022/12/2	天津地铁	即日起乘坐天津轨道交通，取消72小时核酸证明查验
2022/12/2	成都地铁	12月2日起，乘坐地铁不再查验核酸检测报告
2022/12/3	关于调整市内公共交通工具疫情防控措施的通告	即日起乘坐公交、地铁、出租车、网约车等市内交通工具，扫场所码、查验健康码绿码，不再查验核酸检测证明。
12月7日	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》	1、按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区 2、不按行政区域开展全员核酸检测、不再开展落地检 3、具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可[illegible]隔离点

资料来源：各地卫健委、华安证券研究所

参考日本，复苏时间餐饮先于旅游

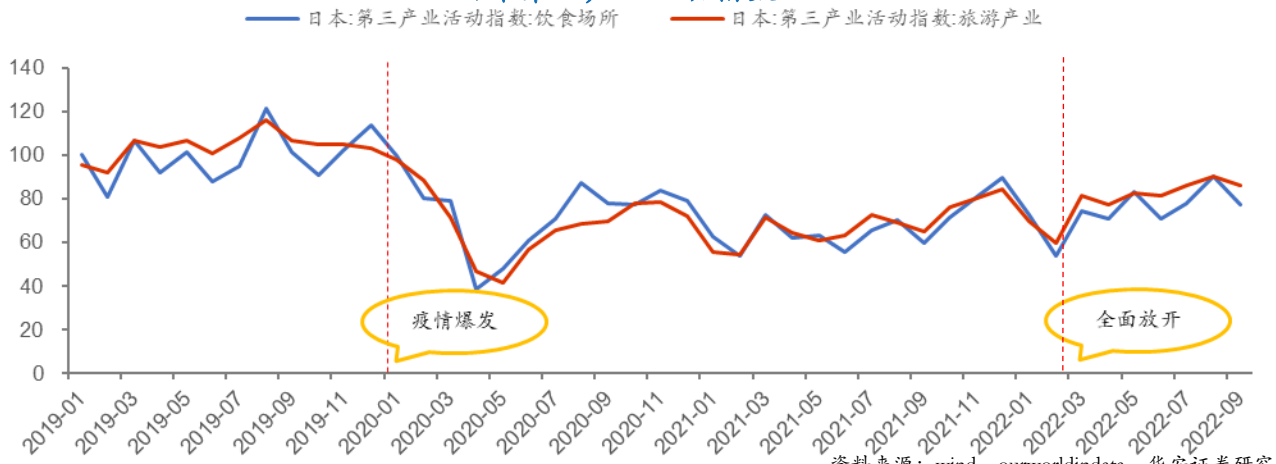
- **2023展望—放松趋势已定，消费总体复苏态势**。参考日本的数据，基于奥密克戎的传播力度，预计在放开后会迎来一轮感染高峰，并且日本是在冬天经历一轮爆发之后放开，部分人群已经有免疫能力了。国内没有经历过大规模感染，因此预计第一轮峰值将会来得更快。但大规模人员流动及物流受限情况将不会继续发生，对于消费的影响也会持续减弱，消费迎来整体复苏机会。

- 复苏的速度与消费半径相关，餐饮在放开后的2个月恢复到2019年的82%，旅游在放开后的3个月恢复到2019年的81%。因此，预计国内餐饮将在1月迎来明显复苏，2月旅游将逐渐修复。

日本每日新增确诊人数



日本第三产业活动指数



资料来源：wind、ourworldindata、华安证券研究所

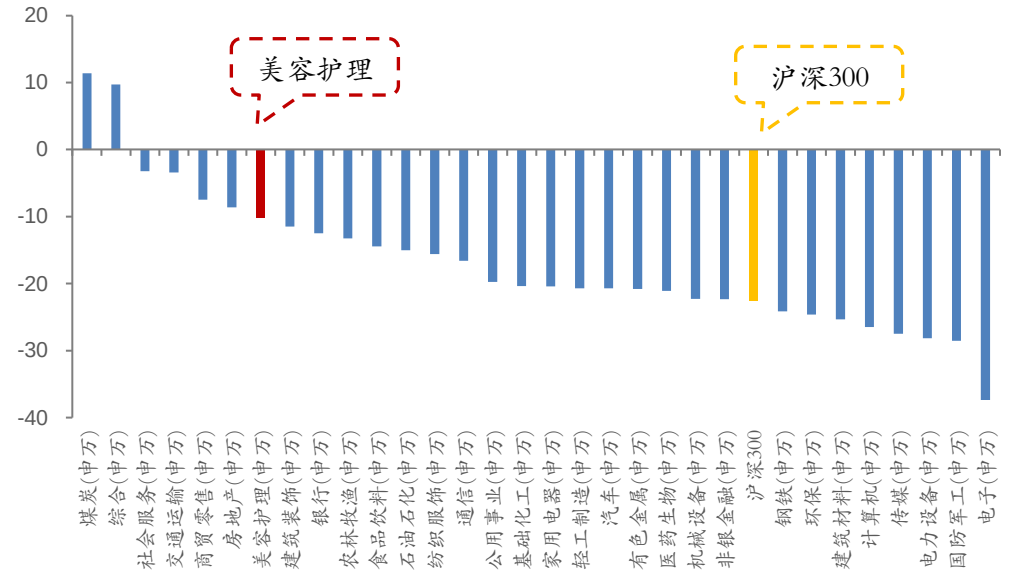
目录

1 引言：疫情影响渐弱，静待消费复苏
2 化妆品：分化加剧，优选龙头
3 医美：高成长，关注产品放量
4 投资建议、风险提示

复盘：美容护理板块跑赢大盘，Q3基金持仓增长

- 截至2022年12月25日，美容护理板块年初至今-10.22%，**跑赢沪深300**（-22.51%）12.29pct。
- **估值逐渐调整到偏低的位置**：美容护理板块最新收盘价PE-TTM为42.36倍，较最高点63.99倍下降34%
- **2022Q3个股持有基金数增加**：除爱美客和上海家化持有基金数减少外，其他个股都有增长。其中，珀莱雅、科思股份、贝泰妮增长数居前。

申万一级行业年初至今涨跌幅



美护板块重仓持股情况

代码	名称	持有基金数	持有基金数变动	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)
300896.SZ	爱美客	219	-38	284.18	29.07%
300957.SZ	贝泰妮	76	22	650.09	11.22%
603605.SH	珀莱雅	67	42	493.75	5.38%
300856.SZ	科思股份	43	32	336.78	22.99%
688363.SH	华熙生物	30	17	153.42	3.19%
600315.SH	上海家化	9	-8	-473.48	0.42%
001206.SZ	依依股份	5	5	78.49	1.23%
300888.SZ	稳健医疗	3	1	11.10	0.11%
002511.SZ	中顺洁柔	2	2	2.15	0.00%
002919.SZ	名臣健康	1	1	59.99	0.36%
1044.HK	恒安国际	1	0	0.15	0.00%
300740.SZ	水羊股份	1	1	55.99	0.16%
603238.SH	诺邦股份	1	1	128.42	0.72%

资料来源：wind、华安证券研究所

复盘：估值较高点回落

- **化妆品板块受益于疫情催化，PE-TTM在2020年5月持续增长。**主要是由于头部化妆品企业不断进行线上转型，线上销售成为公司的主要销售方式。2020~2021年各地封控使得消费者转到线上，化妆品业绩受到影响小。
- 2021年下半年受到国家加强医美行业监管及超头主播被罚等因素影响，化妆品板块回调。2022上半年受上海封控影响，周边物流受阻，影响化妆品线上销售，估值回落。



资料来源：wind、华安证券研究所

复盘：业绩分化

- **化妆品企业业绩出现分化。**2022前三季度贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、科思股份归母净利润保持高增。但上海家化、丸美股份、水羊股份、嘉亨家化、青松股份出现下滑。
- 主要原因：1、疫情封控影响。2、封控第三年，对未来预期收入悲观，消费信心下降。3、产品、运营能力等差异。4、原材料成本上涨及供给端格局优化。5、其他业务影响。

化妆品2022Q3营收及归母净利润

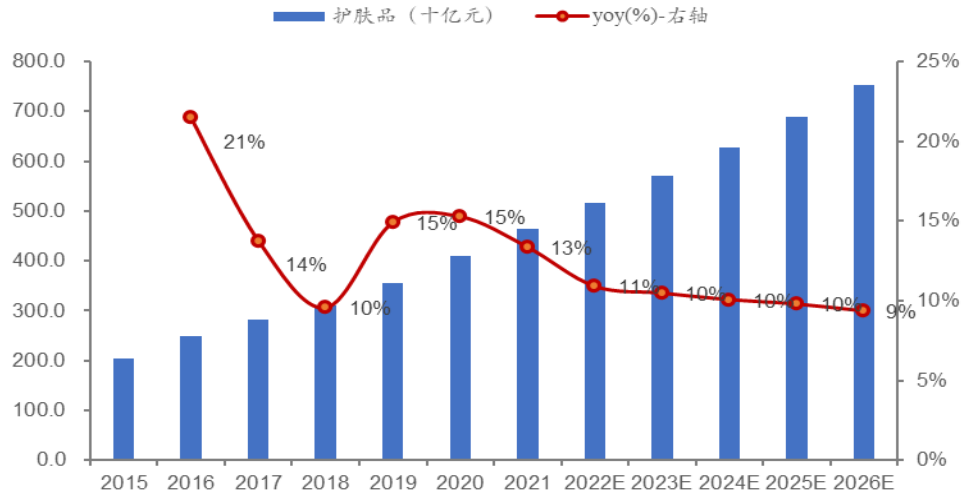
证券代码	证券简称	营收(亿元)	yoy(%)	归母净利润(亿元)	yoy(%)
300856.SZ	科思股份	12.49	68.00%	2.54	127.42%
300957.SZ	贝泰妮	28.95	37.05%	5.17	45.62%
603605.SH	珀莱雅	39.62	31.53%	4.95	35.96%
688363.SH	华熙生物	43.20	43.43%	6.77	21.99%
600315.SH	上海家化	53.54	-8.17%	3.13	-25.51%
603983.SH	丸美股份	11.44	0.53%	1.20	-15.49%
300740.SZ	水羊股份	33.43	0.91%	1.19	-18.88%
300955.SZ	嘉亨家化	7.63	-8.29%	0.48	-25.07%
300132.SZ	青松股份	21.42	-19.61%	-6.57	-653.82%

资料来源：wind、华安证券研究所

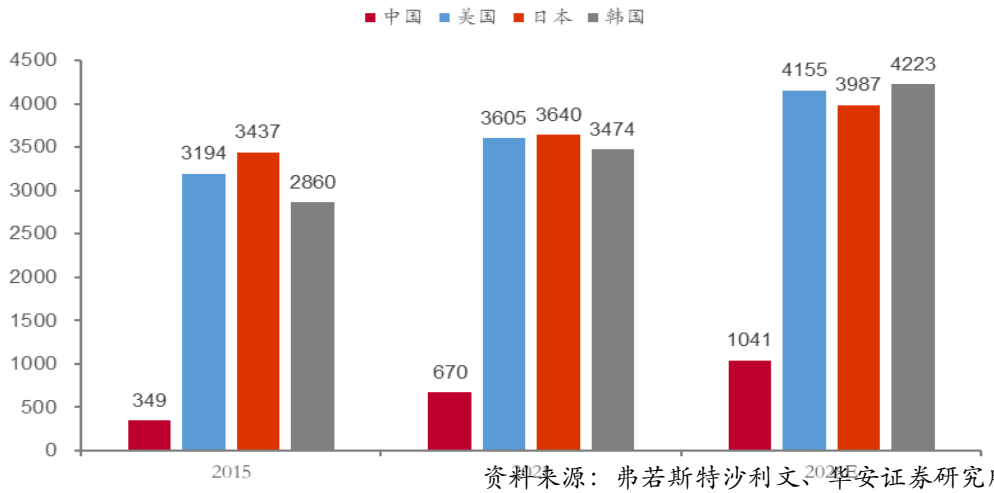
规模：短期受疫情扰动，长期成长空间尤在

- 2022年受疫情反复影响，1-11月化妆品社零增速为-3.1%。2022年预计国内美妆个护市场规模达到5156亿元，增速为11%，2015~2021年中国美妆个护市场规模CAGR为14.7%，2021~2026年CAGR为 10.1%。中国化妆品市场渗透率较发达国家低。根据弗若斯特沙利文数据，2021年中国化妆品人均消费金额为670美元，而美国、日本、韩国人均消费金额分别达到中国的5.4/5.4/5.2倍。
- 国内渗透率有望继续提升：需求端，随着1、社媒兴起，化妆品市场教育提升，年轻群体更早的接触美妆，2、男性护肤需求增加，3、存量消费者对于更优质的产品的追求增加。供给端，国货功效、品类等不断创新，细分优质产品不断涌现。渠道端，线上平台使得品牌更易触达消费者。

中国护肤市场规模及增速



全球主要国家美妆行业人均消费金额情况（元/人）

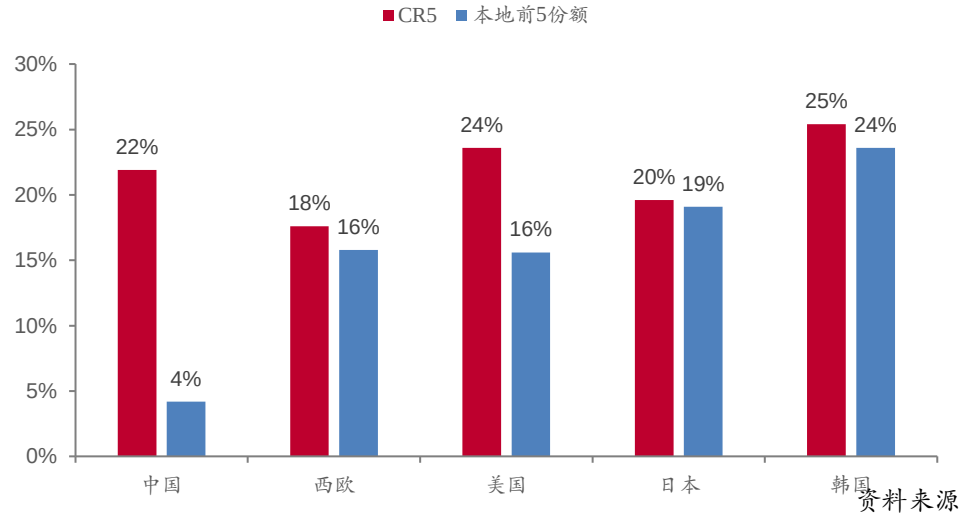


资料来源：弗若斯特沙利文、华安证券研究所

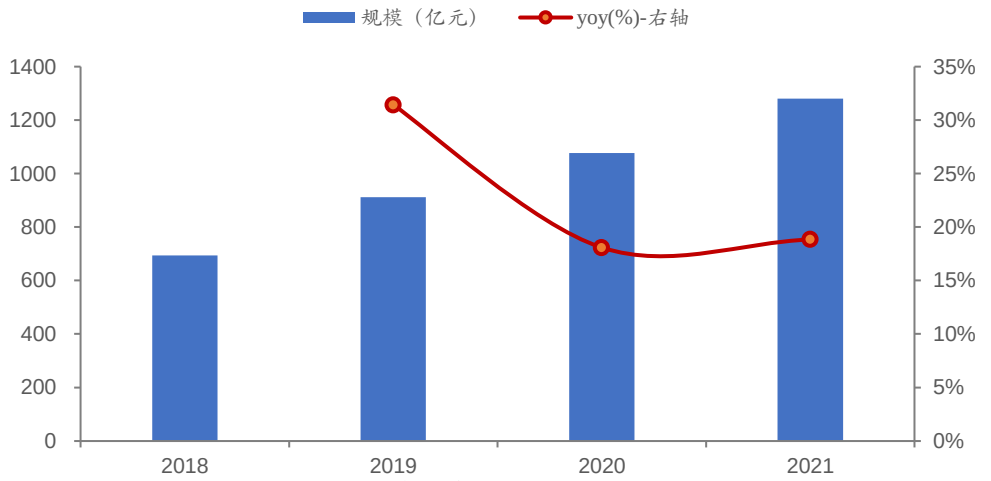
格局：国际品牌为主，高端化趋势显现

- **本土品牌集中度有较大提升空间，国货龙头崛起**：根据弗若斯特沙利文，2021年中国化妆品市场CR5为22%，全部为国际品牌，本土前五品牌市占率合计为4%。而西欧、美国、日报、韩国等国家和地区CR5与国内接近，但本土品牌市占率远高于国内。近几年国货头部品牌（1）加强研发，产品功效不断提升。（2）率先实现线上转型，加强社媒等渠道种草。因此，目前国内品牌较国际品牌在产品功效上更为接近，但价格更低，并且对于渠道流量变化更为敏感，预计国内品牌市占率有望继续提升。
- 2021年国内高端美妆市场规模为1280亿元，增速为19%，2018-2021CAGR为23%。主要由于：1、高端美妆消费者收入预期受到疫情等事件影响的更小，更愿意尝试更多优质新品。2、年轻消费者愿意为高品质的产品支付溢价。

2021年各国家和地区化妆品集中度情况（%）



国内高端美妆市场规模及增速



资料来源：《中国高端美妆市场数字化趋势洞察报告》、弗若斯特沙利文、wind、华安证券研究所

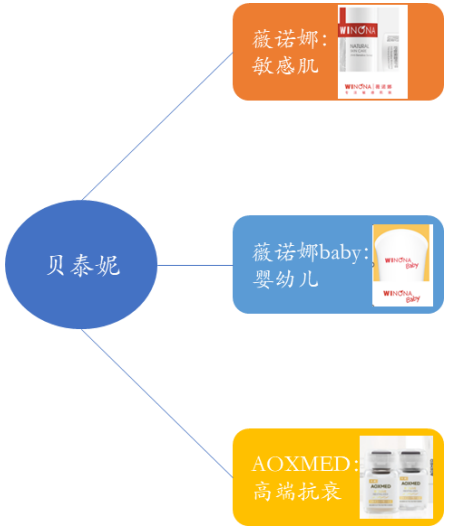
看点1：产品为王，大单品驱动向多品牌驱动转变

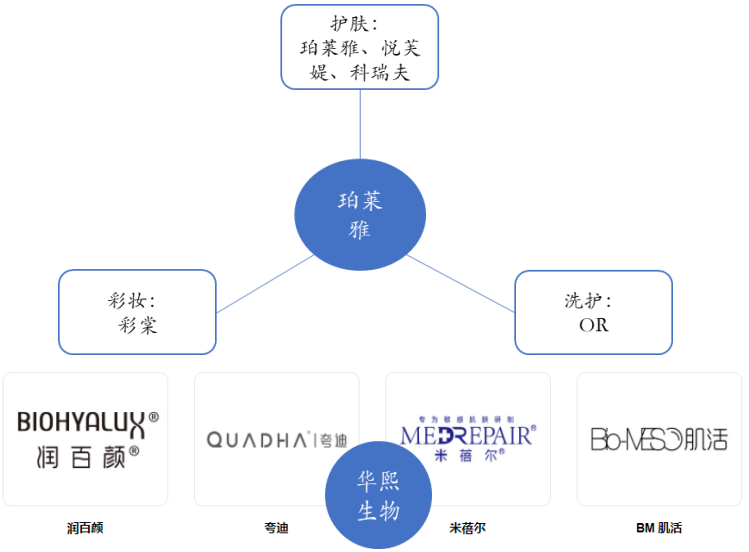
- 随着化妆品市场增长由渠道驱动转变为产品驱动。而新品牌在短期内资源受限，因此选择集中力量做正确的事，将研发、营销、运营等资源集中于某一个产品，打造大单品，实现短期内品牌破圈。国内头部品牌贝泰妮、珀莱雅均选择大单品战略。贝泰妮的大单品舒敏保湿特护霜销量超400万瓶。珀莱雅双抗精华累计销量达到90w+件，早C晚A套组销售50w+件。
- 单一大单品存在天花板，因此国内头部企业均开始打造多品牌矩阵，未来将由大单品向多品牌驱动转变。看好定位清晰、聚焦细分赛道、强功效的精华类产品。

薇诺娜和珀莱雅双十一大单品销售情况







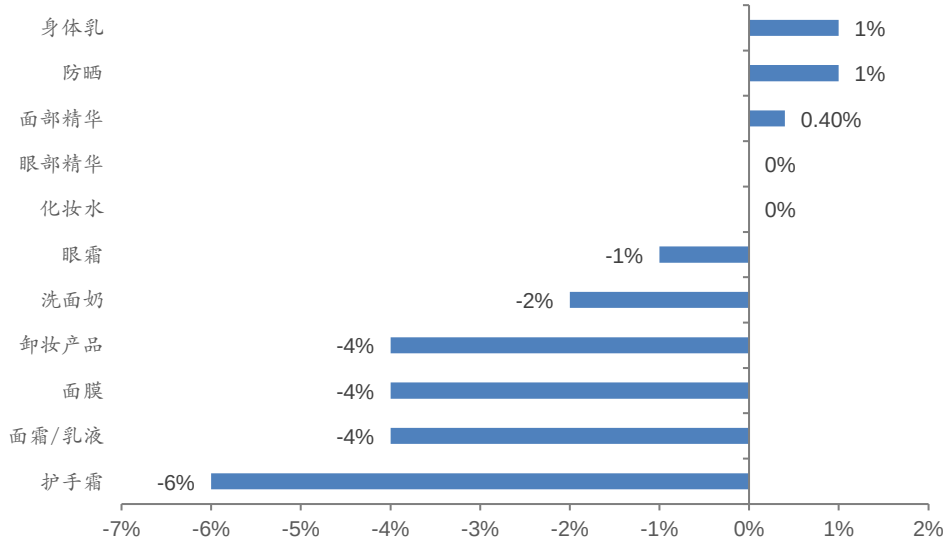


资料来源：公司公告、公司官网、华安证券研究所

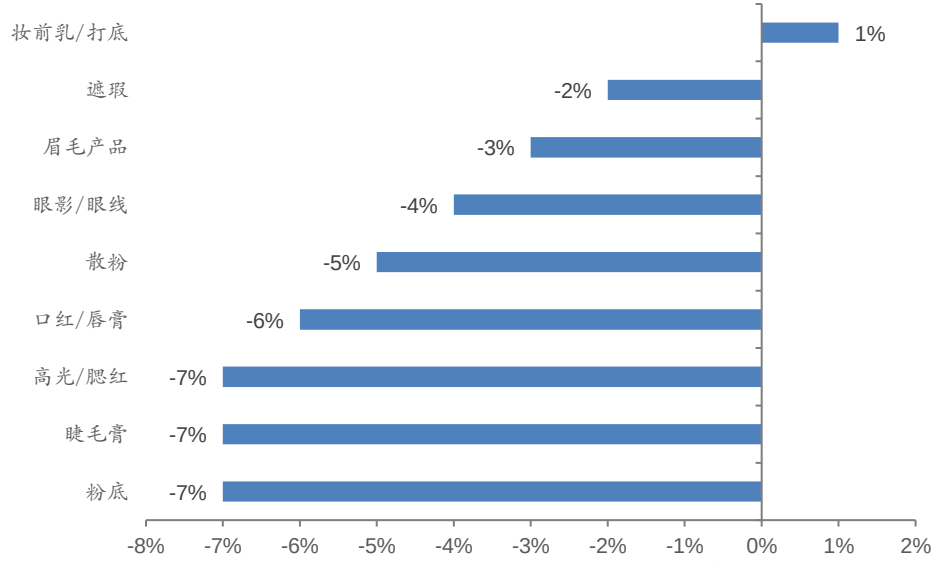
看点2：护肤较彩妆粘性大，关注防晒和彩妆需求修复

- 护肤品类总体粘性较彩妆大，精华、底妆品类领跑。根据《中国高端美妆市场数字化趋势洞察报告》估算，2022年国内高端护肤品类中身体乳、防晒、面部精华小幅增长，化妆水、眼霜持平，其他品类预计出现下滑。彩妆品类中，除妆前乳/打底霜小幅增长外，其他品类呈现下滑趋势。
- 主要是受疫情影响，出行减少，彩妆使用频次下降，预计2023年将有较大反弹。同时防晒产品受益于出行及旅游频次修复，预计将加速增长。

2022高端护肤品类变化



2022高端彩妆品类变化



资料来源：《中国高端美妆市场数字化趋势洞察报告》、华安证券研究所

看点3：线上渠道增速分化，关注多渠道运营能力

- **线上渠道增速出现分化：**2022双十一期间全网GMV为11154亿元（+13.7%）。其中综合电商GMV为9340亿元（+2.9%），直播电商为1814亿元（+146.1%）。以抖音、点淘、快手为主的直播电商实现高增。

双十一各平台GMV

	2022双十一(亿元)	yoy（%）
全网	11154	13.70%
综合电商（天猫、京东、拼多多）	9340	2.90%
直播电商（抖音、点淘、快手）	1814	146.10%
新零售	218	10.80%
社区团购	135	1.10%

- **主要是由于与货架电商相比，**（1）直播电商从听觉、视觉多个维度呈现，更直观的让消费者看到产品特证。（2）直播中主播包括KOL、明星、企业高管等，消费者对于其更加信任，能够更好的触发消费者共鸣，提高转化率。（3）通过供应链整合降低产品成本，从而降低产品直播间价格。

直播电商特点





消费信息传导媒介的“再革命”

有效提升了信息源的可读性、客观性，更直接地描绘了商品特征，增强了消费吸引力

跨界融合，活力迸发

直播可以启用大量的跨界主播参与其中，包括影视明星、企业高管、网络红人等，跨界人物带来更大的声量与曝光，提高商品转化效果

价值普惠，供应链为王

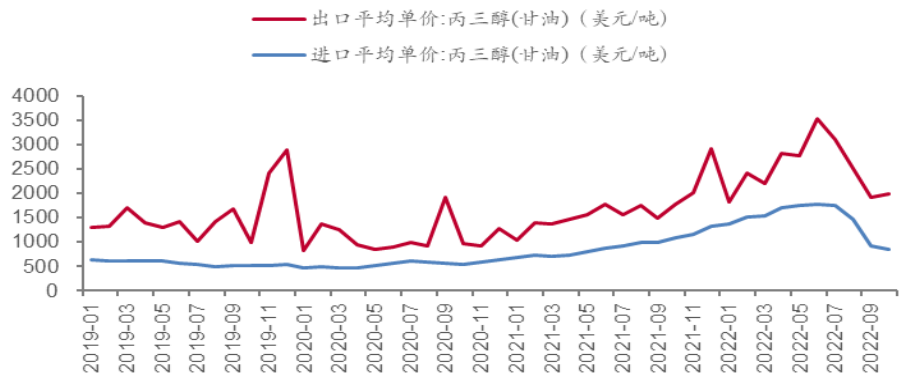
直播电商不仅为客户提供了消费决策信息搜集的渠道，更是通过自流量和规模效应实现了供应链的进一步整合，从而将产品价值通过更普惠的方式呈现给消费者

资料来源：星图数据、华安证券研究所

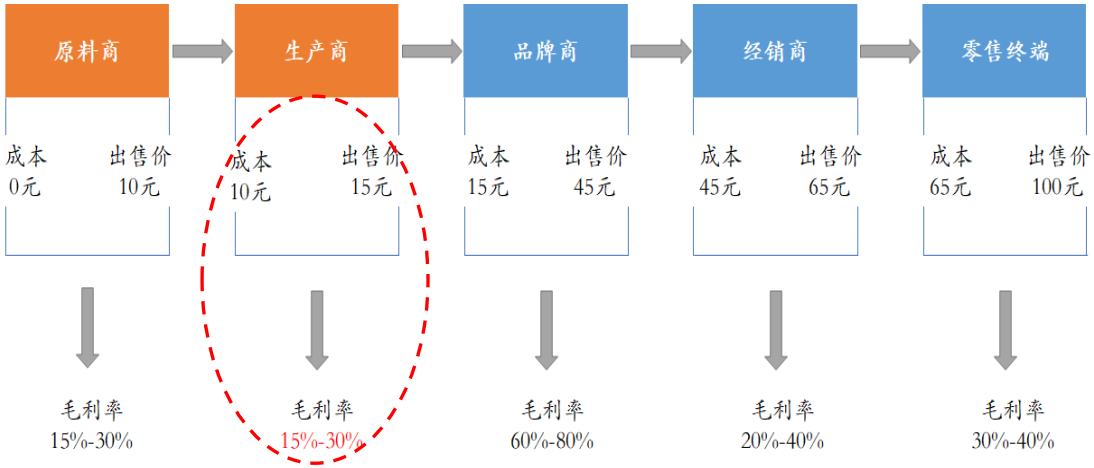
看点4：产业链价值重分配，生产端成本压力逐步缓解

- **化妆品新规，美妆上游重要性重现。**化妆品企业大多采用代加工的生产方式，部分头部品牌采用自建产能+代加工的方式。化妆品新规实施后，对于配方中原料的使用要求更严格，新品审批时间更长。因此，上游生产商在产业链中的价值提升。
- **原料成本占比高，6月以来压力逐渐缓解**：代加工企业中原料约占成本的70%左右，因此原料价格上涨对业绩影响大。今年6月以来随着海外主要国家逐渐复工复产，以及国内海运价格下降，化妆品主要原料价格逐渐回落。

甘油价格



中国美妆产业链价值分配



丙二醇价格

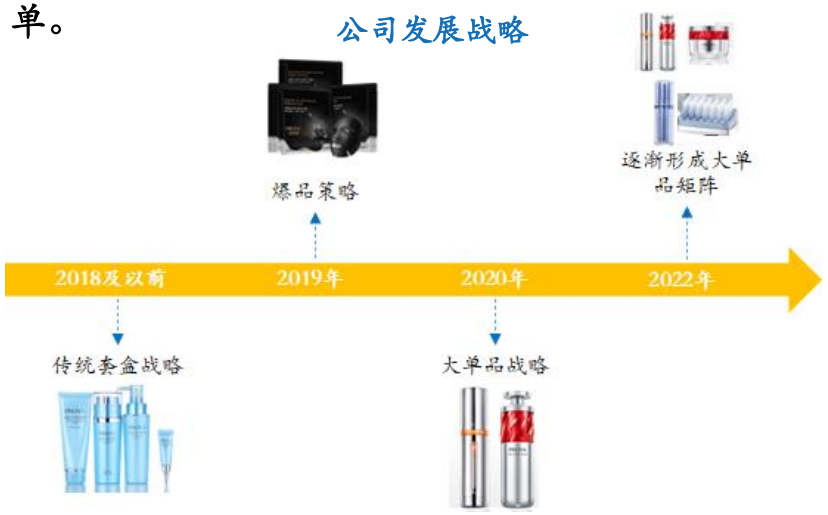


资料来源：艾瑞咨询、wind、华安证券研究所

珀莱雅：主品牌大单品矩阵成形，彩棠第二增长曲线亮眼

- **践行大单品战略，升级+推新提高毛利率：**公司在2020年开始实施大单品战略，2022年形成了双抗精华、红宝石精华、红宝石面霜、源力精华、保龄球精华等大单品矩阵。同时升级了双抗精华和红宝石精华，功效优化的同时产品价格提升，有望带动整体毛利率提升。2022双十一天猫GMV+80%，抖音GMV+380%。
- **多品牌运营提高增长天花板，彩妆品牌彩棠成果初显：**2022双十一彩棠在抖音GMV达到1.7亿元，位列top10榜单。

公司发展战略







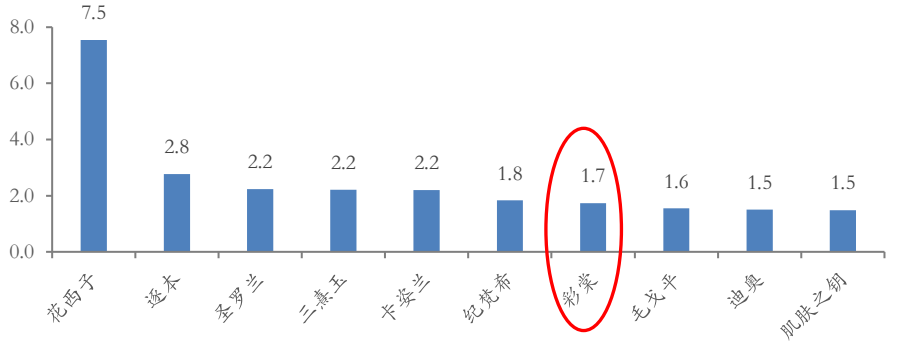






双十一抖音GMV top10

销售额（亿元）



资料来源：wind、公司公告、用户说了、华安证券研究所

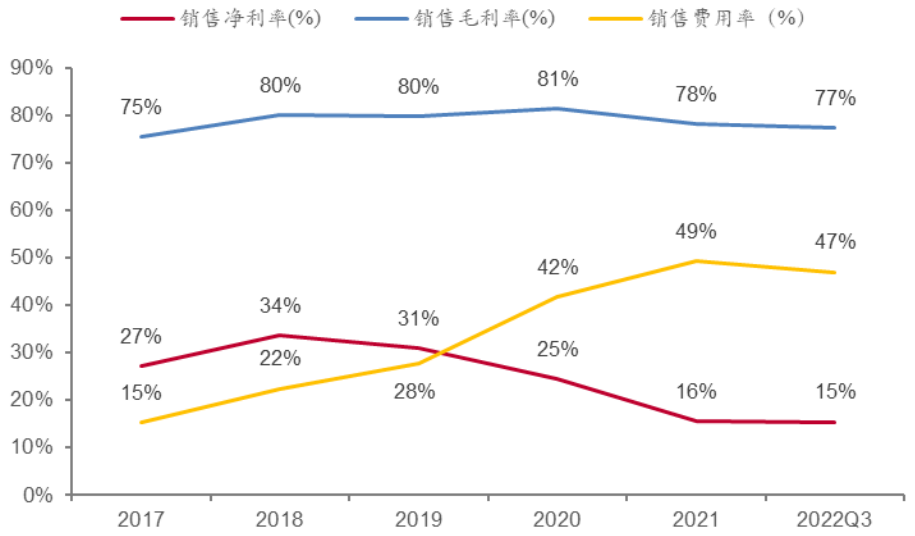
华熙生物：四大品牌渐次放量，盈利能力有望改善

- **今年双十一公司润百颜、夸迪、米蓓尔、BM肌活都取得较好成绩。**其中，润百颜全平台GMV突破2亿元；夸迪全平台GMV达到1.6亿；米蓓尔天猫GMV突破2800万元；BM肌活全平台GMV2000万元。
- **公司净利率受销售费用影响较大，2022Q3之后有望逐渐企稳回升。**2019年以来公司功效护肤品业务不断发力，加强品牌营销投入，总体销售费用率持续增长，导致净利率下滑。2021年润百颜营收12.3亿元（yoy+117.4%），突破10亿元大关，夸迪营收9.8亿元（yoy+150.2%），预计公司将从追求规模增长到追求盈利能力提升，净利率将逐渐企稳回升。

公司各品牌双十一战报

品牌	全平台	天猫	其他渠道	
润百颜	GMV达到2+亿元	11月11日0点18分，累计GMV破亿元；次抛销售累计1250万支；王牌水润次抛销售累计741万支。	京东 +218%	淘C渠道1+亿元；+62%
夸迪	1.6+亿元；+600%	截至11月11日8点，累计GMV为8800万元；次抛累计销售510万支	经销商渠道GMV7800+万元；+350%	
米蓓尔		天猫突破2800万元	粉水累计销量18万瓶；乳霜累计突破1.2万瓶	
BM肌活	2000+万元	左旋乳酸肌底液前一小时GMV同比去年全天+442%		

公司毛净利率和销售费用率

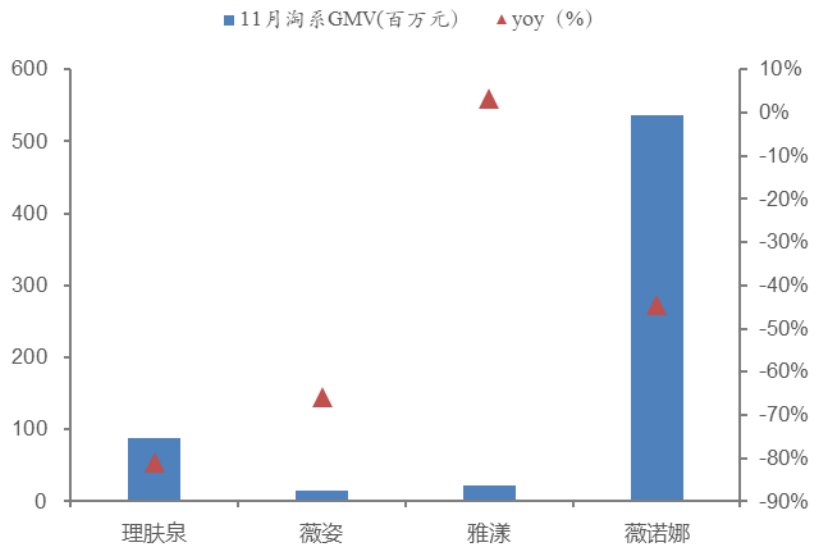


资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

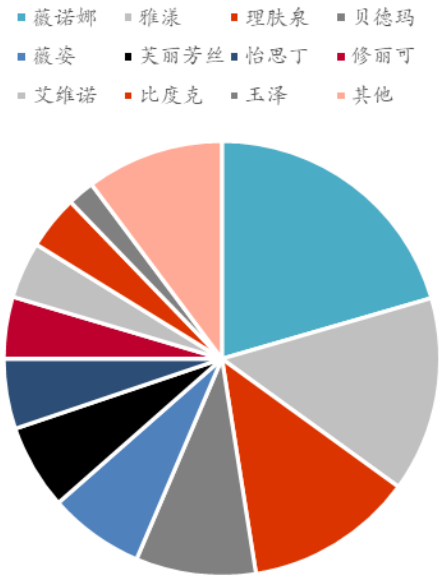
贝泰妮：敏感龙头地位稳固，开启高端抗衰之路

- 薇诺娜作为敏感肌护肤龙头企业，市占率2019年达到21%远高于其他品牌。2022年在美妆大盘承压的情况下，增速有所放缓，但较其他皮肤学级护肤品牌仍然较强。**11月薇诺娜淘系GMV约5.4亿元（-45%），而理肤泉/薇姿/雅漾分别-81%/-66%/+3%。**
- **薇诺娜baby**经过近2年的培育，逐渐放量。今年双十一位列天猫婴童护肤榜第4。公司推出高端抗衰新品AOXMED，以医美院线渠道进行销售，利用公司薇诺娜药店起家的经验，有望打造成为国内领先高端品牌。

主要敏肌护肤品牌11月淘系GMV及增速



2019中国皮肤学级护肤品市占率



薇诺娜宝贝双十一战报

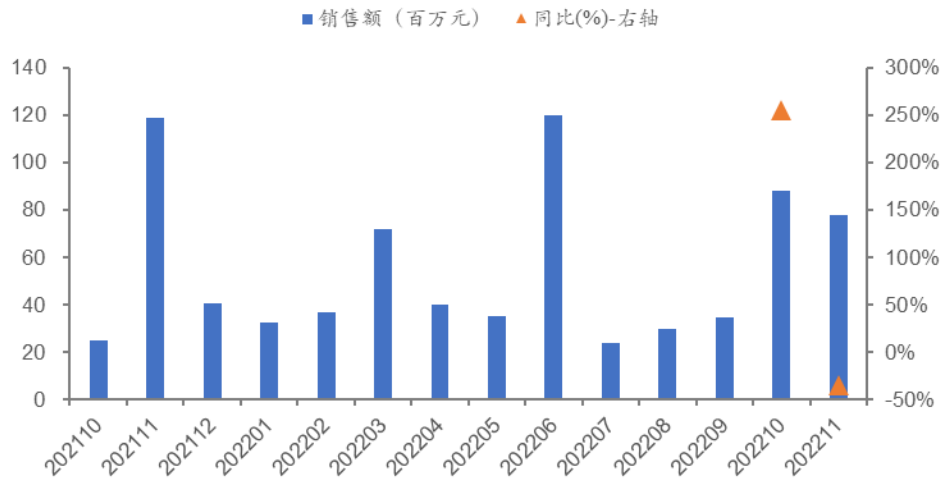


资料来源：wind、华安证券研究所

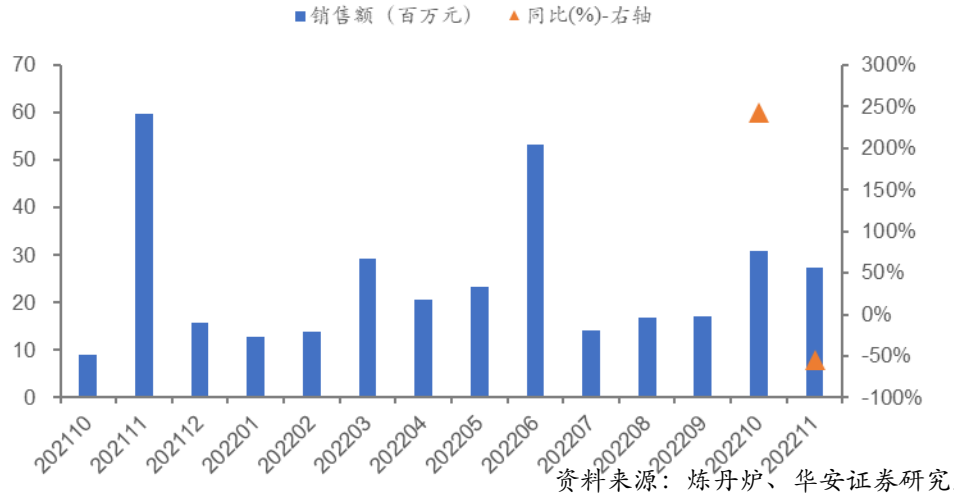
鲁商发展：聚焦大健康，价值重估

- **拟剥离地产业务，聚焦大健康：**公司公告拟剥离地产业务，本次交易顺利完成后，公司将聚焦于生物医药；化妆品；原料及衍生品、添加剂等大健康业务。2022H1公司房地产及物业实现营收32.78亿元（+13.20%），占比为67.8%；化妆品实现营收10.12亿元（+62.31%），占比为20.9%；生物医药实现营收2.11亿元（-22.15%），占比为4.4%；原料及衍生物、添加剂营收为1.59亿元（+11.01%），占比为3.3%。**预计剥离完成后公司化妆品收入占比将达到70%+，成为公司的主要业务。**
- **2022年前三季度公司化妆品实现营收14.29亿元（+43.91%），其中，颐莲前三季度实现收入5.40亿元（+26.46%），瑷尔博士前三季度营收7.45亿元（+52.66%）。**瑷尔博士主打微生态护肤，推出更多新品的同时不断升级原有产品，增强消费者粘性，GMV有望维持高增。

瑷尔博士2022.01-2022.11GMV情况



颐莲2022.01-2022.11GMV情况

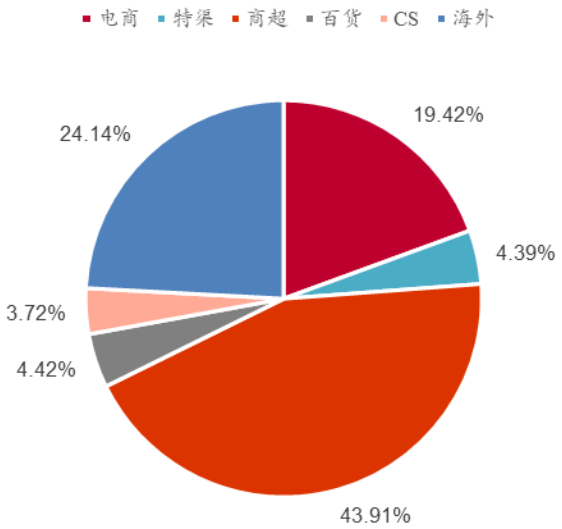


资料来源：炼丹炉、华安证券研究所

上海家化：2023存在低基数效应，个护家清+美妆护肤双发力

- **受疫情及超头因素影响，2022年公司业绩呈现低基数：**1、2022年由于公司生产、仓库、门店以上海及其周边为主，且公司线下销售占比达到33.52%，所以受到疫情影响较大。2023年线下门店人流恢复，业绩预计有较大增长弹性。2、因为薇娅在2021年12月停播，所以至2023年公司超头影响将消除。
- **个护家清+美妆护肤双发力：**2022第三季度六神品牌实现30%+的增长，家安实现高个位数增长；美容护肤品牌佰草集京东、抖音高增，美加净实现高个位数增长。

2022H1公司营收分渠道



2022第三季度公司各品牌增长情况

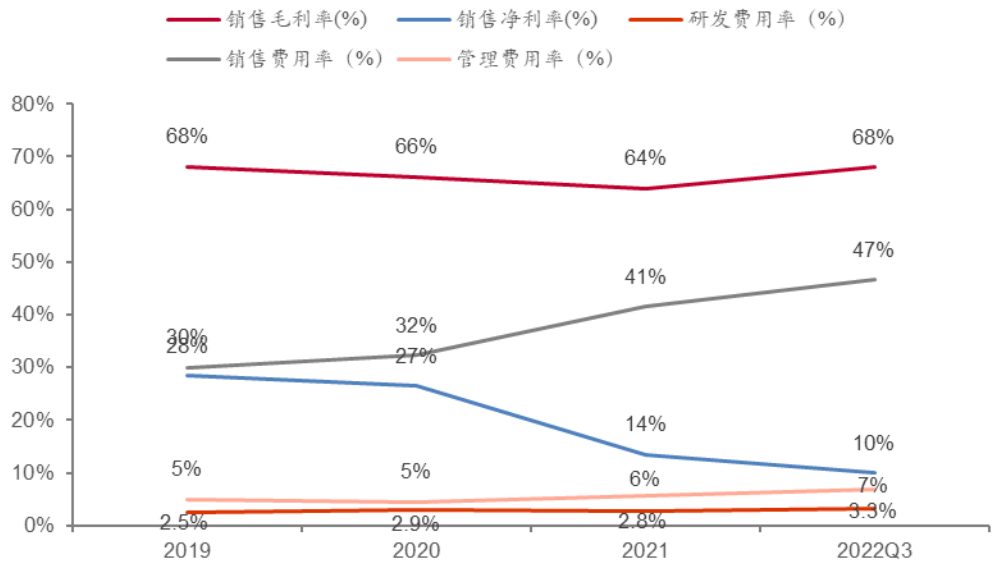
个护家清	
六神	30%+
家安	高个位数增长
美容护肤	
佰草集	京东57%+，抖音1000%+
玉泽	天猫月销突破3万件
高夫	男士护肤市场份额升至第三位
美加净	高个位数增长

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

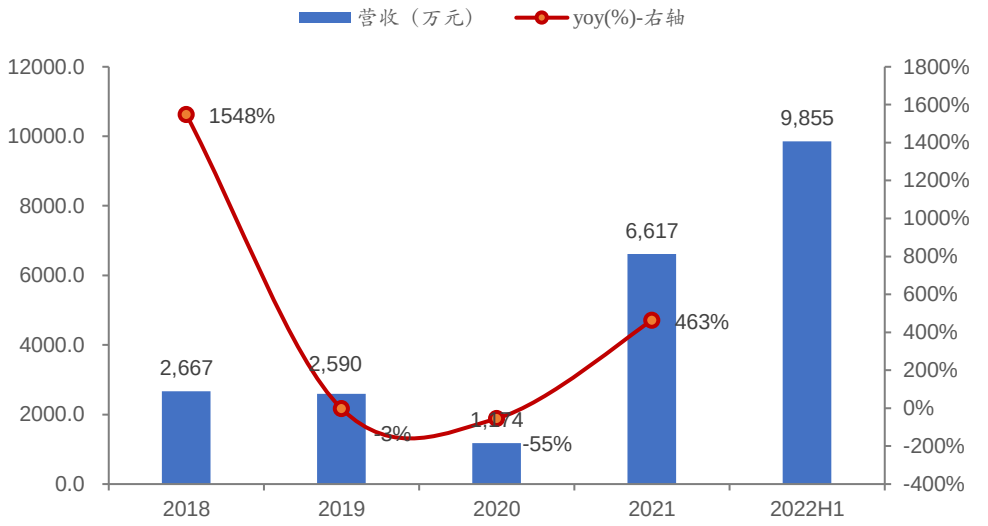
丸美股份：毛利率修复，彩妆品牌恋火高增

- **2022年公司积极调整产品结构、有序推行降本增效**，严控促销和配赠力度，同时通过优化供应链流程，较好地抵御了原材料上涨及人工成本上升的冲击，**有效提升了毛利率。**
- **恋火增长态势良好，有望打开公司第二业务增长曲线**：“恋火”产品于2017年Q4推出，当年营收161.83万元，营收占比0.12%。2022年上半年恋火实现营收9855万元，上半年收入已达到去年全年收入的150%，有望成长为公司第二增长曲线。

公司毛净利率及费用率



恋火营收及增速

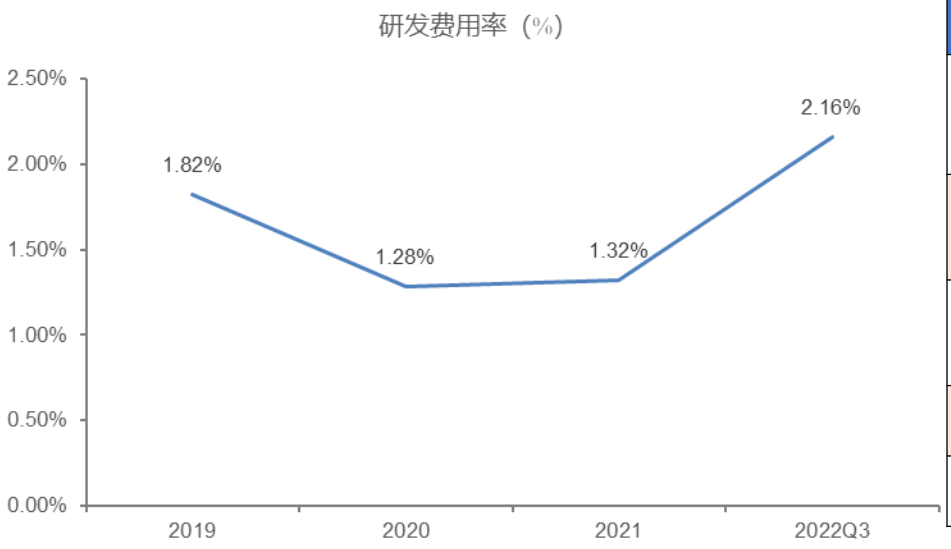


资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

水羊股份：收购伊菲丹，自有品牌升级优化

- **公司收购代理品牌伊菲丹，进军高端敏感肌抗衰领域。**明星单品价格超1000元，目标客户为高端消费人群，与公司现有品牌形成差异竞争。2021年伊菲丹实现营收约1972万欧元，净利润549万欧元，净利率约为28%。防晒、精粹水等新的单品上市，进一步丰富了产品品类。
- **公司对御泥坊等自有品牌进行升级。**加大产品研发投入，推出微800次抛精华、耀白面膜、春风拂面泥浆面膜等新品，提升核心消费用户中高客单人群。

公司研发费用率



伊菲丹主要产品（20221223更新）

产品名称	主要功效	主要成分	价格（元）	规格（ml）	单价（元/ml）
超级面膜(三重胶原多效面膜)	深度修护、紧致抗老	三重胶原肽、天然EGT麦角硫因、QAI精华愈颜配方	1800	50	36
三重胶原精华修护面霜	紧致抗衰老补水	绣线菊、角鲨烷、三重胶原肽、QAI精华愈颜配方	2530	50	51
三重胶原面部精华	强韧肌肤、紧致抗老、焕活美肌	高能生育酚、三重胶原肽、QAI精华愈颜配方	2770	30	92
抗光老精华防晒	防晒	三重胶原蛋白、白藜芦醇	1290	50	26
三重胶原基底精粹水	补水修护	三重胶原肽、辅酶Q10	960	200	5

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

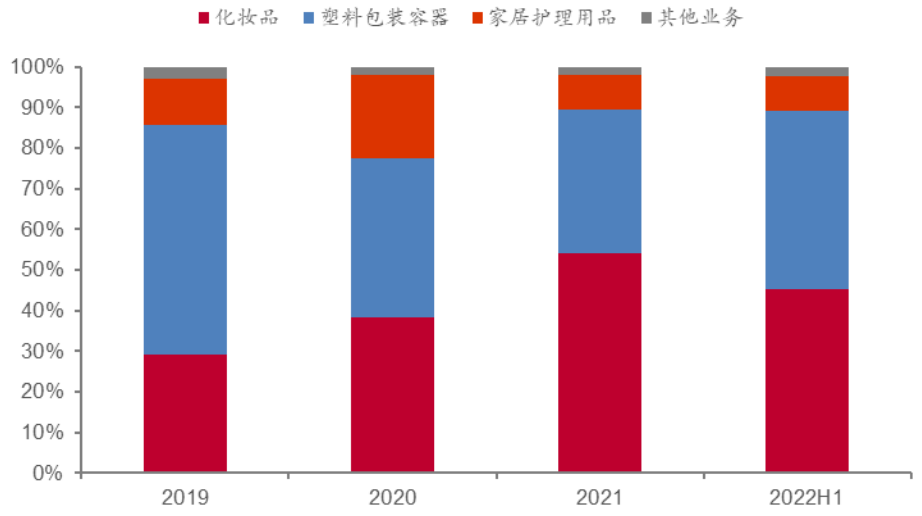
嘉亨家化：产能利用率逐渐释放，一站式服务增强客户粘性

- **化妆品38000吨产能2022年6月开始逐步投入使用，总产能合计达到62500吨。**随着湖州嘉亨的投产，能够进一步提升公司的智能化生产和数字化管理水平，有效缓解公司的产能制约。
- 公司下游客户以强生、贝泰妮、郁美净、保利沃利等国内外知名化妆品企业为主。公司提供日化产品OEM/ODM与塑料包装业务协同发展的一站式服务，降低了客户内外部沟通及质量控制成本，客户粘性较强。

公司产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	建设进度
化妆品	24500吨	98%	38000吨	2022年6月开始投产
塑料包装容器	87000万个	77%	30000万个	2022年6月开始动工建设
家庭护理产品	25000吨	35%		

公司营收构成

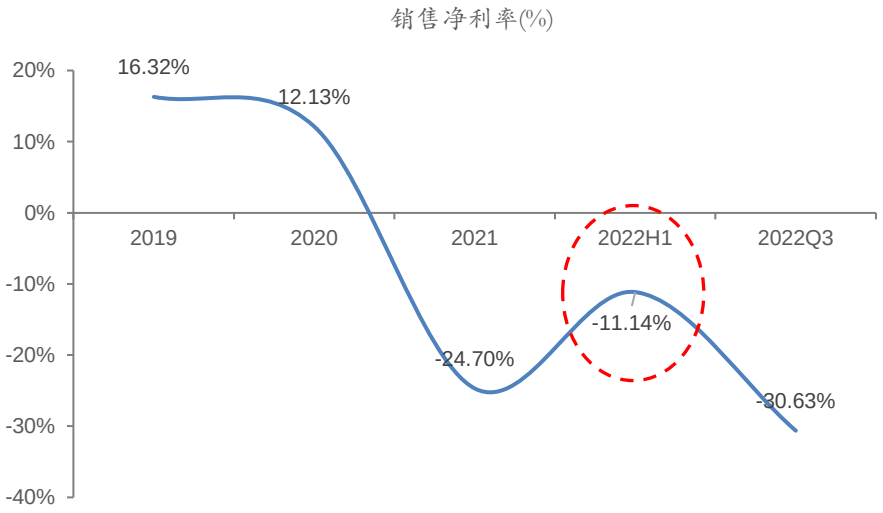


资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

青松股份：剥离松节油，聚焦开启新旅程

- **公司业绩将迎来修复：**公司盈利能力在2022H1触底反弹，2022Q3净利率大幅下降主要是由于受疫情、原料上涨等因素影响，诺斯贝尔的净利润不及预期，公司计提了4.5亿商誉减值。目前公司业绩压制因素已经逐渐减弱，（1）下游化妆品品牌随着疫情放开，更多社交需求恢复，化妆品需求回升。公司新增产能将逐渐释放，减轻设备折旧等费用压力。（2）原料价格回落，上游订单调整有所滞后，预计2023年毛利率将修复。
- **聚焦化妆品，结束无实控人的局面。**剥离松节油业务，将资源集中于大消费。通过定增林世达成为公司实控人，进一步确立转型决心。

公司销售净利率



公司股权结构

股东	本次发行前		本次发行后			
			发行下限		发行上限	
	持股数量（亿股）	比例	持股数量（亿股）	比例	持股数量（亿股）	比例
林世达	-	-	0.72	12.22%	1.01	16.37%
香港诺斯贝尔	0.47	9.17%	0.47	8.05%	0.47	7.67%
林世达及其一致行动人持股	0.47	9.17%	1.19	**20.27%**	1.49	24.04%
吉安广佳	0.44	8.60%	0.44	7.55%	0.44	7.19%
范展华	0.11	2.19%	0.11	1.93%	0.11	1.83%
美好鑫星	0.08	1.46%	0.08	1.29%	0.08	1.22%
中欧基金	0.07	1.28%	0.07	1.12%	0.07	1.07%
广东维雅	0.06	1.17%	0.06	1.02%	0.06	0.98%

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

目录

1 引言：疫情影响渐弱，消费复苏已至
2 化妆品：品牌+渠道分化，优选龙头
3 医美：高成长，关注产品放量
4 投资建议、风险提示

复盘：短期受疫情和监管扰动，龙头业绩韧性强

- 2020年疫情初期消费者大多居家，为医美的恢复提供了时间窗口，因此消费需求大幅增长。叠加医美龙头华熙生物、爱美客相继登陆A股市场，医美板块开启上修周期。2021年下半年至今，由于疫情防控增加，线下门店封控时间增多，影响了线下人流。并且随着八部委联合印发了《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》，医美行业进入强监管时期，板块估值调整。2022年4月受业绩延续高增影响，估值上修。

wind医美指数PE-ttm复盘

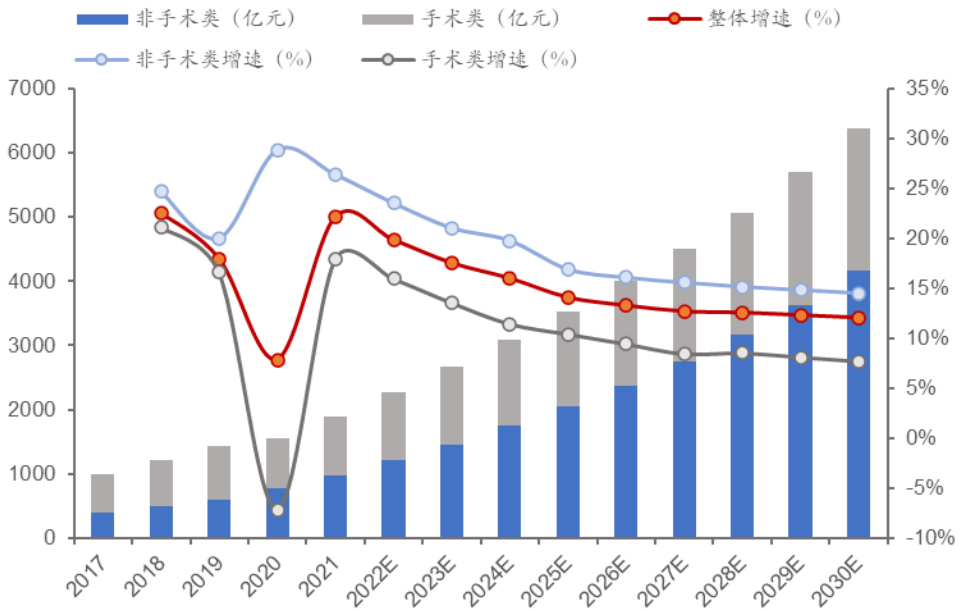


资料来源：wind、华安证券研究所

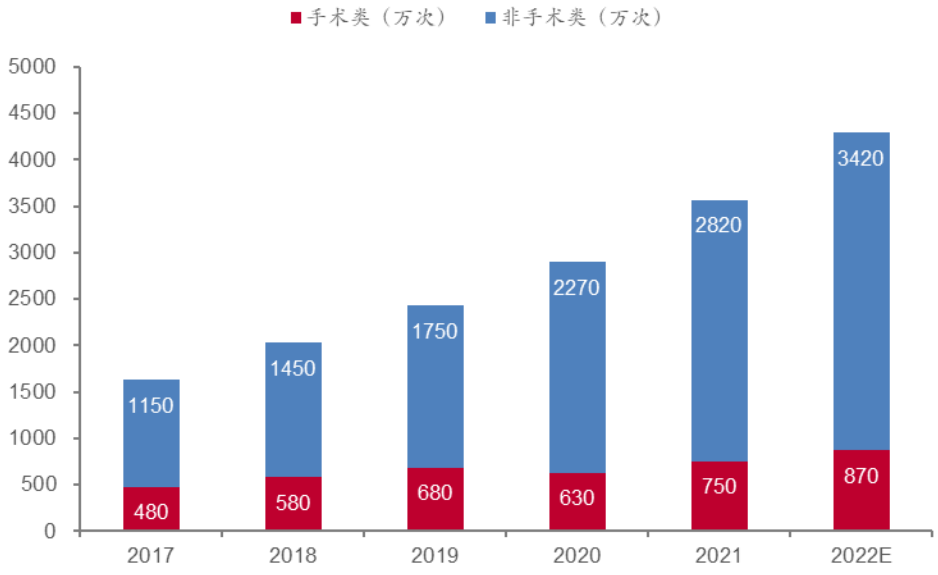
长期：医美渗透持续提升，长期增长空间广

- **中国医美市场规模迅速增长。**根据Frost&Sullivan数据显示，2021年中国医美市场规模为1892亿元，2021-2026E复合增长率为16.1%。从渗透率看，国内医美治疗次数由2017年的1630万次提升至2021年的3570万次，CAGR为22%。其中，轻医美由1150万次提升至2820万次，CAGR25%。主要是由于消费者对于医美观念变化、国内人均收入水平及供给端更多创伤小、恢复时间短的医美产品上市。

中国医美市场规模（按服务收入计）



中国医美治疗次数



资料来源：弗若斯特沙利文、爱美客H股招股书、中商产业研究院、华安证券研究所

长期：监管持续加强，市场出清格局优化

2021年中国医美机构分布情况

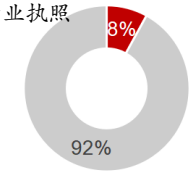
公立医院：1,507

民营机构：13,673

没有资格非法从事医疗美容服务的机构：正规机构的6倍以上

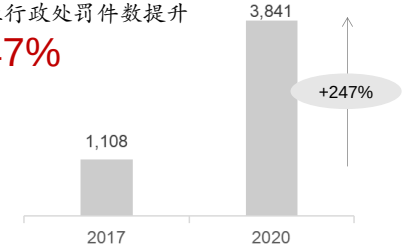
2021年医美行业机构类型分布

2017至2020年，6,391家医美机构被吊销营业执照



吊销营业执照的医美机构数量占比（2017-2020）

2017至2020年，医美行业行政处罚件数提升247%



医美行业行政处罚件数（2017-2020）

2017至2020年，医美行业裁判文书数量提升104%



医美行业裁判文书数量（2017-2020）

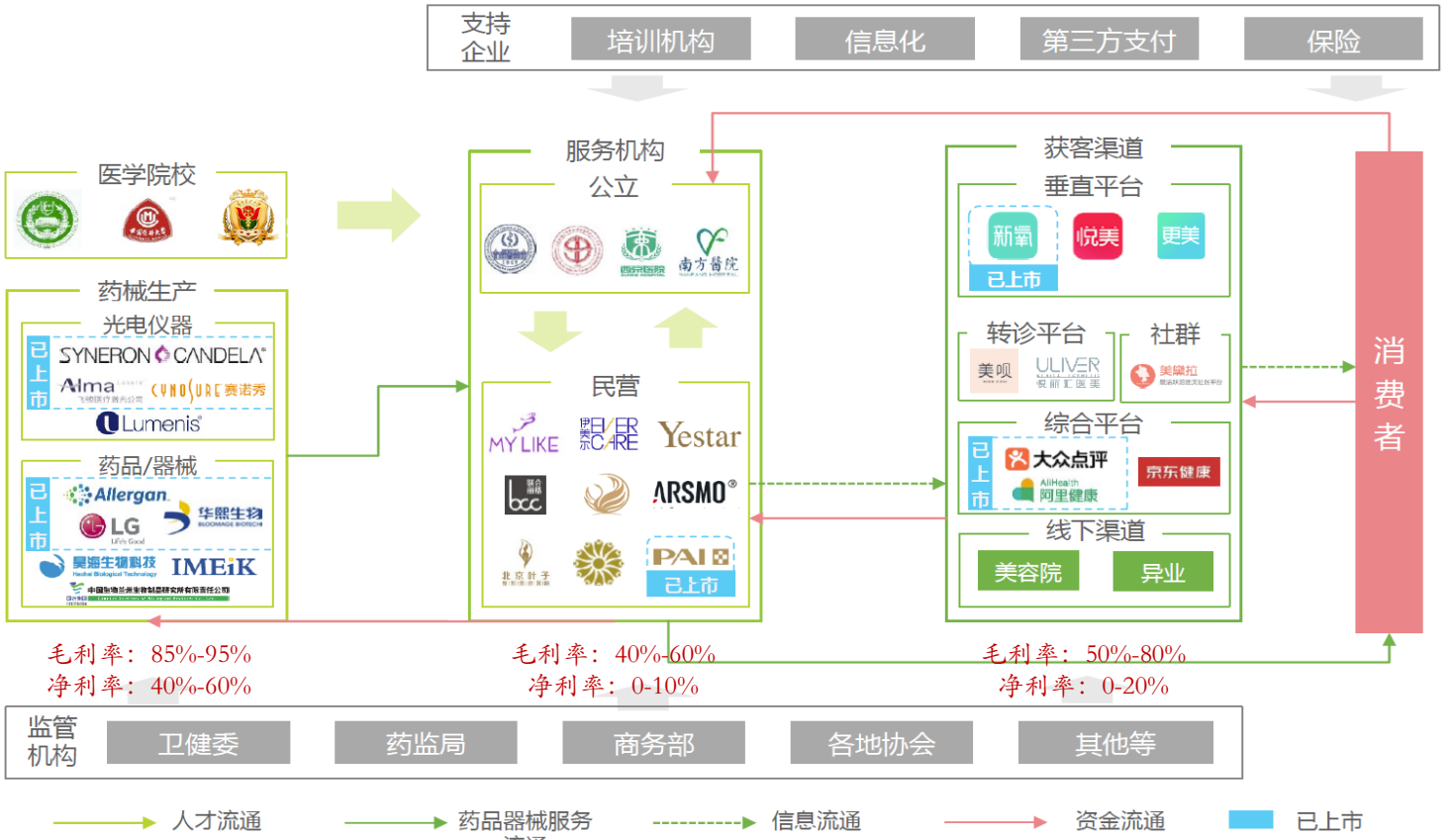
医美监管政策

2020年	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	提出强化自我管理主体责任，积极发挥行业组织自律作用着力加大政府监管力度。
2020年	《医疗美容病例范本（试行）》	针对民营医疗美容机构医疗质量管理存在的突出问题：病历书书写不完整不规范现象进行规范调整
2020年	《医疗美容主诊医师备案培训大纲》	指导各地规范开展医疗美容主诊医师培训工作，进一步提高医疗美容主诊医师备案管理水平，切实保障医疗美容服务质量和安全
2021年	《医疗美容机构评价标准实施细则（2021版）》	美容服务机构开展医疗美容业务的，必须依据条例及本细则，申请设置相应类别的医疗机构。
2021年	《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、中央网信办、公安部、海关总署、市场监管总局、国家邮政局、国家药监局、国家中医药局决定于2021年6月-12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，打击非法开展
2021年	《医疗美容广告执法指南》	市场监管总局发布，其中规定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。
2022年	小红书开展医美治理行动	小红书官方账号“薯管家”发布专项治理公告，称此次将取消对私立医美机构的专业认证，专业认证仅对公立三甲医院及三甲医院医美科医生开放。
2022年	11部门出手整治医疗美容行业乱象，曝光一批典型案例	自2022年9月起，在全国范围内集中开展医疗美容行业突出问题专项治理行动。

资料来源：德勤《中国医美行业2022年度洞悉报告》、卫健委、市场监管总局、小红书、华安证券研究所

看点1：上游或加大品牌塑造，机构端盈利能力有望提升

- 目前国内医美产业链中上游盈利能力强，为行业中主要受益者。上游产品端毛利率在85%-95%，净利率为40%-60%。但机构端毛利率约40%-60%，净利率仅为0-10%。
- 机构端净利率有望提升。行业监管趋严背景下，机构端营销更为谨慎，因此在选择产品时会选择品牌知名度更高、消费者更愿意选择的产品。
- 品牌端毛利率提升，净利率持平。预计品牌端将加大品牌营销投入，加快品牌建设。同时随着高毛利的新品上市，整体盈利能力有望维持现有水平。



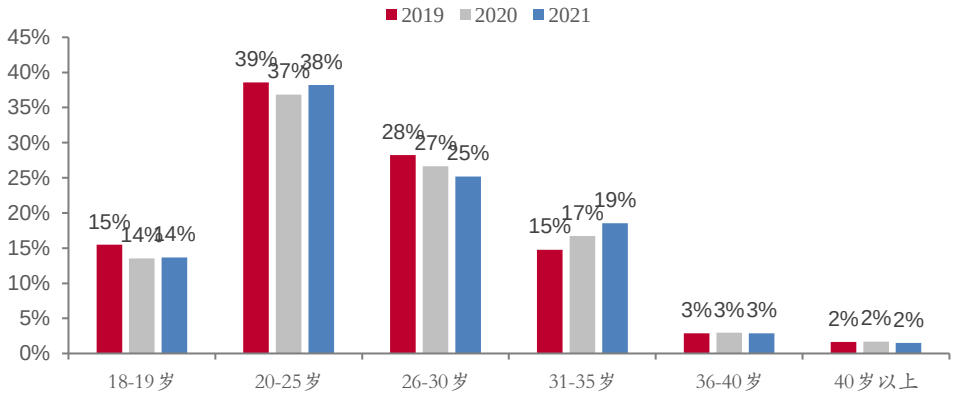
资料来源：wind、艾瑞咨询、华安证券研究所

备注：药械参考爱美客、机构参考华韩整形、获客渠道参考新氧

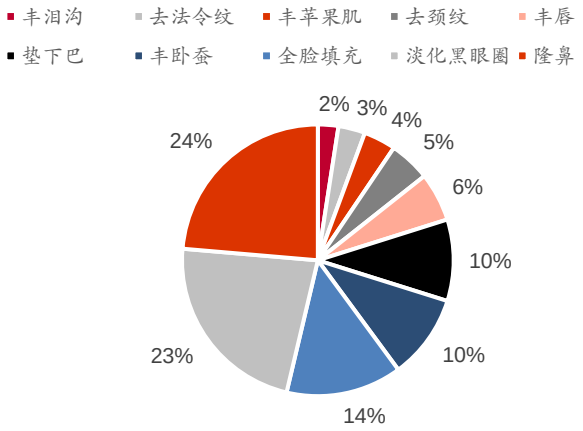
看点2：消费群体呈“熟龄化”，需求更为精细化

- 20-30岁仍为医美主要人群，合计占比超过60%，但较2019年有小幅下滑。31-35岁的熟龄群体占比提升，由2019年的15%提升至19%。
- 需求更为精细化，抗衰需求增长。以玻尿酸项目看，2022年丰泪沟、法令纹、颈纹等精细部位的需求增长。并且抗衰需求大幅提升，代替水光成为玻尿酸主要功效需求。主要原因：1、细分部位针剂获批；2、消费观念变化，抗老提早；3、熟龄人群增长。

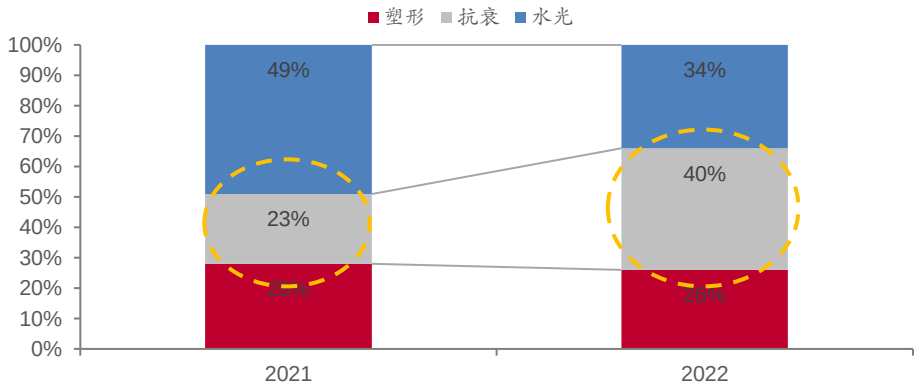
近年医美消费人群画像年龄段占比变化



2022求美者最爱的玻尿酸细分项目top10



透明质酸功效需求转变占比



资料来源：2022中国透明质酸行业报告、新氧、华安证券研究所

看点2：再生类功效更优，市场有望加速放量

- 再生类产品较玻尿酸拥有即使填充+长期刺激胶原再生的能力，维持时间更长。目前市场上主要有三款获批：濡白天使、伊妍仕和艾维岚。
- 经过一年的时间，濡白天使和伊妍仕少女针在市场上逐渐放量。截至2022H1，濡白天使和伊妍仕少女针分别进入超500家医美机构。今年再生类产品的推广受疫情影响放缓，预计2023年将加速。

市场上主要再生类产品

产品名称	生产企业	核心成分	特点	是否需复配	疼痛感	终端价	获批时间	注册证编号	作用周期	起效时间
濡白天使	爱美客	含左旋乳酸（PLLA）-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	支撑、塑形效果好，适用于鼻部、眉弓、下巴等骨性部位	否	含利多卡因，减轻痛感	12800 元/支	2021年6月	国械注准20213130460	2 年	立即
伊妍仕少女针	华东医药	30%聚己内酯微球（PCL）+70%羧甲基纤维素（CMC）	可全脸使用，包括除皱、填充、轮廓塑形等	否	不含利多卡因	18800 元/支	2021年4月	国械注准20213130100	1 年	立即
艾维岚童颜针	圣博玛	左旋聚乳酸（PLLA）	皮肤软组织的填充，适合皮肤大面积注射，没有支撑和塑形的效果。	冻干粉，注射前需预混合	不含利多卡因	15800 元/支	2021年4月	国械注准20213130276	1.25年	需要时间

资料来源：wind、华安证券研究所

看点3：在研储备丰富，关注新品获批

爱美客在研产品

	产品／在研产品	进展	主要特征	开发及商业化模式	预计商业化规划
医疗器械	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	临床试验	治疗额后缩	自主开发	预计于2023年提交注册申请并于2024年上市
	第二代埋植线产品	临床前在研	软组织提拉	通过合营企业东方美客在中国就研发、注册及商业化进行合作	预计于2022年进入临床试验，2025年后商业化
生物药品	注射用A型肉毒毒素	III期临床试验	动态皱纹治疗(10)	获Huons BioPharma Co., Ltd.独家授权在中国注册及商业化该款在研产品	预计于2023年向国家药监局提交NDA并于2024年上市
	利拉鲁肽注射液（注射用重组蛋白药物）	I期临床试验	慢性体重管理	自主开发	预计于2022年进入下一阶段临床试验，2025年后商业化
	注射用透明质酸酶	临床前在研	溶解透明质酸、可皮下注射	自主开发	预计于2023年提交该款在研产品的IND申请，于2025年后商业化
化学药品	脱氧胆酸药物	临床前在研	颏下减脂	自主开发	预计于2023年获得该款在研产品的临床试验批准，2025年后商业化
	利多卡因丁卡因乳膏	已获临床试验批准	局部麻醉	获山东诚创蓝海医药科技有限公司授予专有技术	预计于2024年完成临床试验，于2025年后商业化

江苏吴中在研产品

产品	取得方式	进度	上市
HARA玻尿酸	通过增资入股战略控股尚礼生物下属公司尚礼汇美60%的股权，获得韩国医美企业Humedix（汇美德斯）最新一款高端注射用含利多卡因的双相交联透明质酸钠凝胶产品（HARA玻尿酸）中国区独家销售代理权	目前处于临床阶段初期，公司积极推动其在海南乐城医疗先行区的上市销售工作，计划“产品注册+港澳销售”同步推进，在2022年实现港澳销售，为后续大陆上市积累口碑。	预计2024年2月提交注册申请，有望在2025年上市。
AestheFill童颜针	全资子公司吴中美学通过增资+股权转让的方式，取得达透医疗51%的股权，取得韩国公司Regen Biotech,Inc一款聚双旋乳酸产品AestheFill（爱塑美）在中国大陆地区的独家销售代理权	2021年12月，AestheFill在海南博鳌完成首例注射，目前处于临床后期，注册临床研究受试者已全部出组，项目处在数据汇总和预统计分析阶段，已按计划向国家药品监督管理局（NMPA）提交注册	有望在2023年三季度上市。
重组胶原蛋白	与浙江大学杭州科创中心生物与分子智造研究院达成协议共建“生物与分子智造研究院-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”	处于临场前阶段，将于2023年启动临床。	有望在2023年三季度上市。

华东医药在研产品

类型	产品名称	用途	最新进度
注射剂	Perfectha® 双相透明质酸	面部填充	正在准备国内注册相关工作
注射剂	Maili Extreme 透明质酸	面部填充	国内临床试验正有序开展，于7月完成主研单位伦理审批，预计8月完成
注射剂	Ellansé-M	面部填充	预计8月完成国内注册检测，临床试验相关启动工
埋线	Silhouette Instalift®	中面部提拉	国内临床试验已完成部分受试者入组，各时间节点随访正在进展中
能量源设备	Glacial Rx（F1）	祛除皮肤的良性色素性病变等	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	Cooltech Define	身体减脂塑形	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	Primelase	脱毛	国内注册检测正在有序开展中
能量源设备	V系列产品（V20、V30）	皮肤紧致、身体和面部塑形、皮肤年	预计9月启动国内注册检测
能量源设备	EnerJet	疤痕修复、面部提拉、真皮增厚等	预计9月启动国内注册检测
能量源设备	Préime DermaFacial	面部皮肤管理	正在国内进行器械属性界定
能量源设备	Reaction™	身体及面部塑形、皮肤紧致	正在进行国内代理人及国外工厂地址变更注册，预计2023年Q1重新登陆中国
生物药品	利拉鲁肽	减肥适应症	有望在2023Q3获批

资料来源：各公司公告、华安证券研究所

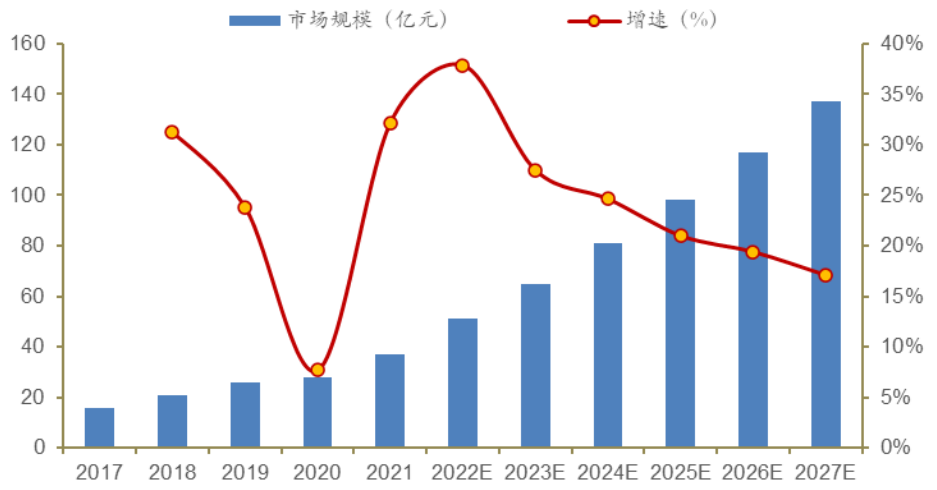
看点4：重组胶原蛋白风起

- 需求端，2021年重组胶原蛋白填充剂市场规模达到37亿元，同比增长32%，占注射类市场的比重约为1%。随着市场对于胶原蛋白的认知逐渐提升，以及供给端低价优质产品上市，胶原蛋白填充剂市场预计快速增长，2022~2027CAGR预计为22%。
- 重组胶原蛋白技术壁垒高。目前市场上用于注射的胶原蛋白仍以动物源为主。2021年锦波生物III类重组胶原蛋白获批，薇绮美上市，提升了重组胶原蛋白的市场关注度。供给端，巨子生物、江苏吴中等企业纷纷入局，预计2024和2025年将获批上市。

国内主要胶原蛋白填充产品

公司	原料	价格	维持时间	获批时间
汉福生物	动物源（牛）	20000-40000元/ml	6-12个月	2002
双美生物	动物源（猪）	6000-15000元/ml	6-8个月	2009
长春博泰	动物源（牛）	4000-12000元/ml	6-8个月	2012
锦波生物	重组人源化胶原蛋白	4700-13000元/ml	3-6个月	2021
巨子生物	重组胶原蛋白	-	-	临床（2023）、开发（2024）
江苏吴中	重组胶原蛋白	-	-	临床（2023）、上市（2025）

中国胶原蛋白填充剂市场规模

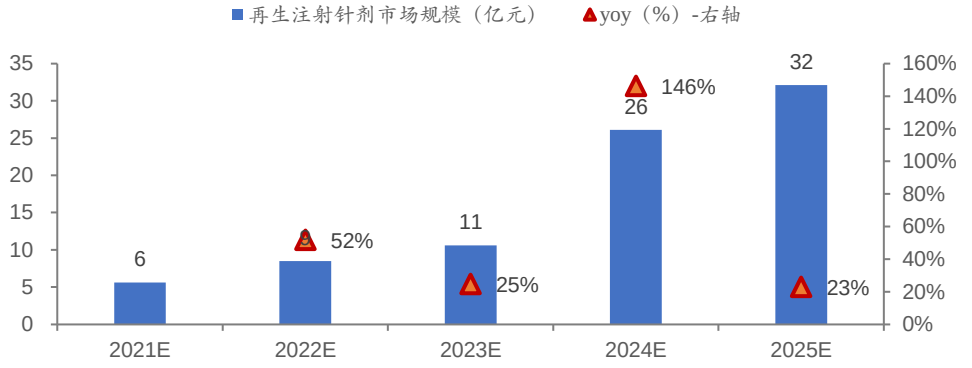


资料来源：Frost&Sullivan、巨子生物招股书、华安证券研究所

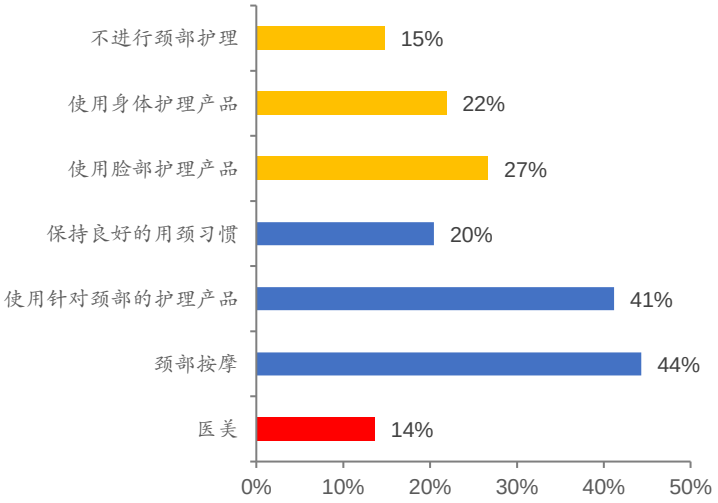
爱美客：医美龙头，濡白天使蓄力成长

- **嗨体**：（1）颈纹仍有空间，目前医美去颈纹市场占比仅14%。（2）眼周注射：较双美胶原蛋白更具性价比。（3）拥有III类证的合规水光产品，受益于国内医美市场合规化。
- **濡白天使**：头豹研究院预计2025年中国再生类产品市场规模将达到32亿元，CAGR55%。截至2022H1进入500+机构，看好持续增长。

再生针剂市场规模



国内去颈纹主要方法占比



眼周常用注射类产品

产品名称	生产企业	上市时间	NMPA认证	主要成分	价格	作用周期
熊猫针	爱美客	2016	III类	透明质酸钠，多种氨基酸、维生素B2和L-肌肽等	约2000	9个月
肤丽美	双美	2017	III类	胶原蛋白	约8000	9个月

国内主要合规水光针

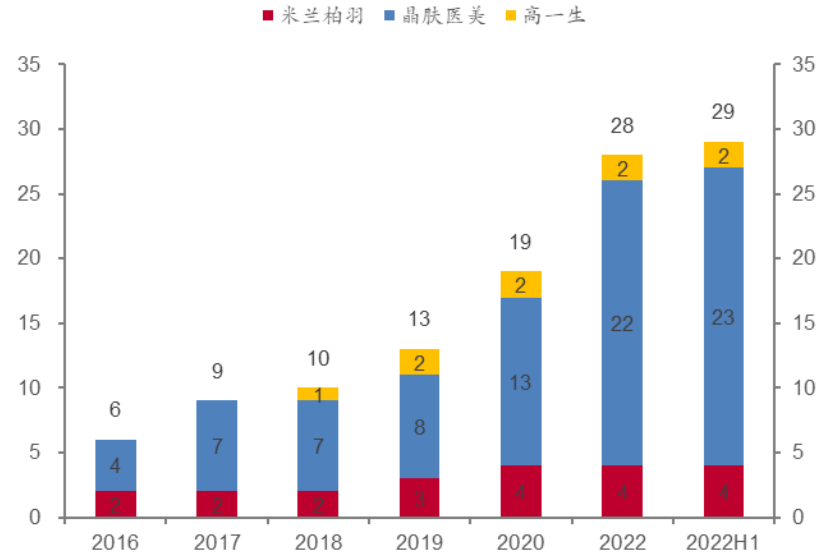
公司名称	产品	产品批号	获批时间
华熙生物	润致娃娃针/熨纹针	国械注准20203130295	2020/03/20
爱美客	嗨体/冬活泡泡针	国械注准20163461804	2016/12/02
Q-Med	瑞蓝唯瑾	国械注进20193130625	2020/03/10
双美	肤柔美	国械注许20193130064	2019/04/15

资料来源：NMPA、新氧、头豹研究院、华安证券研究所

朗姿股份：持续扩张的西南机构龙头，受益线下人流恢复

- 2022H1公司医美板块实现营收6.29亿元（+18.45%），毛利率为48.76%（-3.37%）。分品牌看，米兰柏羽实现营收4.08亿元（+21.48%），晶肤医美实现营收1.53亿元（+26.90%），高一生实现营收0.68亿元（-8.77%）。主要是由于受成都疫情影响，线下人流减少。随着疫情防控政策优化，预计公司业务将迎来较大增长弹性。
- 公司通过内拓+外延加快在省内及全国的布局，逐步实现全国布局。截至2022H1公司共计拥有29家医美机构，包括4家米兰柏羽、23家晶肤医美、2家高一生。公司先后设立了六支医美并购基金，基金整体规模达27.56亿元。截至2022年中报，公司通过医美基金投资了北京丽都、昆明韩辰、湖南雅美等共13家机构。

公司新增门店数量



医美基金投资标的

投资标的	持股基金	基金持股
北京丽都医疗美容医院有限公司	博辰五号	80%
昆明韩辰医疗美容医院有限公司	博辰五号	75%
南京韩辰美容医院有限公司	博辰五号	65%
武汉五洲整形外科医院有限公司	博辰八号	65%
武汉韩辰医疗美容医院有限公司	博辰八号	60%
郑州集美医疗美容医院有限公司	博辰九号	63%
郑州华领医疗美容医院有限公司	博辰九号	73.3%
湖南雅美医疗美容医院有限公司	博辰九号	63%
南京华美美容医院有限公司	武发基金、博辰十号	70%
杭州格莱美医疗美容医院有限公司	博辰十号	70%
衡阳雅美医疗美容医院有限公司	博辰九号	63%
衡阳雅美医疗美容医院有限公司	博辰九号	63%
株洲雅美医疗美容有限公司	博辰九号	63%

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

目录

1 引言：疫情影响渐弱，消费复苏已至
2 化妆品：品牌+渠道分化，多品牌成为下一看点
3 医美：高成长，受益线下场景恢复
4 投资建议、风险提示

投资建议

- **化妆品：**疫情期间，化妆品增速表现好于整体社零增速，行业具有强韧性。长期看，行业渗透率仍有提升空间。目前行业分化加剧，具有大单品+多品牌+多渠道运营能力的头部化妆品品牌马太效应凸显。推荐关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、鲁商发展、上海家化、水羊股份、丸美股份。生产端，新规下产业链价值重分，ODM龙头受益，推荐青松股份、嘉亨家化。
- **医美：**短期，1、受益于疫情防控放开后，2023年线下人流持续回升。2、关注新品上市带来的拓客机会。长期，1、医美渗透率提升趋势延续。2、监管有利于行业长期规范化发展，利好合规经营的龙头企业。推荐爱美客、华东医药、江苏吴中和朗姿股份。

盈利预测及估值

备注：更新时间20221223

			营收增速			归母净利润增速			EPS			PE		
证券简称	最新市值（亿元）	收盘价（元）	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
贝泰妮	548	129.45	39.70%	32.30%	27.30%	43.30%	37.20%	31.10%	2.92	4.00	5.25	44.33	32.36	24.66
爱美客	1,118	516.89	47.00%	50.10%	51.70%	48.80%	49.20%	50.60%	6.59	9.83	14.8	78.44	52.58	34.93
华熙生物	598	124.20	34.40%	28.10%	20.40%	34.00%	30.20%	23.70%	2.18	2.84	3.51	56.97	43.73	35.38
珀莱雅	446	157.25	25.70%	26.10%	26.70%	25.90%	26.40%	26.90%	2.56	3.23	4.1	61.43	48.68	38.35
朗姿股份	115	25.88	11.80%	19.80%	18.30%	-34.20%	92.50%	37.70%	0.28	0.54	0.74	92.43	47.93	34.97
上海家化	193	28.49	9.10%	21.00%	18.30%	3.10%	26.50%	20.60%	0.98	1.24	1.5	29.07	22.98	18.99
丸美股份	137	34.21	4.70%	12.10%	12.90%	3.40%	15.20%	15.70%	0.64	0.74	0.85	53.45	46.23	40.25
鲁商发展	106	10.45	1.00%	-52.10%	48.60%	-6.30%	167.90%	33.50%	0.34	0.9	1.2	30.74	11.61	8.71
水羊股份	53	13.64	20.00%	27.60%	24.80%	41.80%	49.10%	37.80%	0.86	1.29	1.78	15.86	10.57	7.66
嘉亨家化	25	24.79	14.50%	30.10%	33.10%	12.20%	30.80%	36.90%	0.9	1.01	1.21	27.54	24.54	20.49
青松股份	36	6.94	-9.50%	-17.60%	16.70%	41.30%	127.00%	32.40%	-1.04	0.28	0.37	-6.67	24.79	18.76

资料来源：wind、华安证券研究所

风险提示

- **疫情反复影响：**若疫情不断出现反复，短时期感染人数大增，会对线下人流及供应链产生一定的影响，从而对企业的生产、销售环节产生影响。
- **市场竞争加剧：**行业内国内外玩家进入速度过快，导致价格战竞争加剧，影响行业内公司的营收增速以及利润水平。
- **行业政策的不确定性：**国家自八部委联合发文后，医美行业迎最强监管，依法严惩整治水货市场。若行业监管持续加强，企业的产品研发及获批时间将会延长，从而影响新品上市进展。
- **宏观经济波动：**疫情反复等影响总体经济增长。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性：未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。

谢谢！