



商业贸易

优于大市（维持）

证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

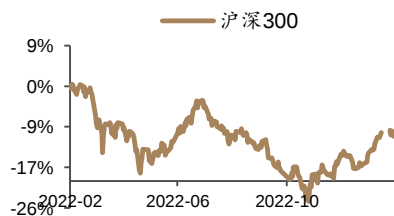
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

- 1.《科思股份(300856.SZ)：发布 22 年业绩预告，延续高景气》，2023.1.11
- 2.《——1/2-1/6 美容护理周报-环亚科技递交招股书，看好洗护升级下中高端功效护发品牌发展》，2023.1.8
- 3.《——12/26-12/30 美容护理周报-复盘美韩疫后医美行业，重视获客/高频属性水光产品需求复苏》，2023.1.2
- 4.《德邦证券 2023 年度美护投资策略：走出底部，乐观向上》，2023.1.2
- 5.《——12/19-12/23 美容护理周报-以油养肤乘风而起，国货引领细分赛道成长》，2022.12.25

医美复苏进行时，化妆品上新季 宣布局

——1/30-2/3 美容护理周报

投资要点：

- 医美周观点：近期我们就全国多家连锁医美机构从元旦到春节期间的恢复情况进行跟踪，各城市及各机构间恢复情况出现分化，其中各城市间恢复时间差异主要与各地疫情达峰进度和速度有关；各机构间头部机构先行恢复，中小机构恢复程度节奏参差不齐。从需求端看消费者阳康后对医美项目整体的接受度较高，之前市场担忧的二次复阳影响暂未发生，整体来看恢复态势良好。以百度搜索指数为佐证，经疫情达峰+春节假期热度暂时降温后，两拨复苏接踵而至，截止 2 月 3 日医美热度已基本超越 22 年全年水平，并且截至目前仍有部分中小机构尚未复工，2 月份随着整体复工推进，叠加放开后客流修复，预计将迎来节后医美消费小高峰。展望 23 年，我们对机构端业绩增长持乐观预期，除疫后恢复经营正常化外，终端获客难的问题随抖音、快手等新增量渠道进入有望得到一定缓解；在产品结构上，继续看好再生产品红利延续，关注胶原蛋白类产品、合规水光产品及国货产品的发展机会，看好医美消费持续复苏，消费端 3 月旺季需求或将部分前置，机构端或将提前 3 月促销布局应对疫后需求释放。
- 化妆品周观点：2 月 1 日珀莱雅升级上新两款产品，主品牌珀莱雅推出升级版红宝石面膜 2.0，创新采用“一涂二敷”的方式，分区设计、科学抗衰、使用仪式感升级；子品牌 Off&Relax 上新头皮轻盈凝露，定期定向的温和卸除头皮的顽固残留，使得控油、调理、舒缓环环相扣。目前化妆品行业整体虽仍处淡季，但新年伊始三月将至，各品牌推新阶段相继开启，或为 38 女王节促销储备预热或开启全年推新周期，我们坚定看好国货替代背景下行业发展的结构性机会，看好功能性护肤、洗护升级等细分赛道的国货表现，建议关注品牌升级上新情况，底部提前布局。
- 行业新闻：①1 月 28 日，国家药监局发布公告称 YY/T 1888-2023《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准已审核通过，并将于 2023 年 7 月 20 日实施。②乐华娱乐旗下天津壹华与华熙生物旗下华熙海御共同出资 2000 万成立北京润熙禾生物科技有限公司，双方分别持股 50%，主要经营业务将为婴童品牌。③近日抖音超市已上线抖音 App，其商品涵盖个护美妆、家庭清洁等品类。④韩国美妆集团 LG 生活健康 2022 年销售额 71858 亿韩元，同比下滑 11.2%，营业利润 7111 亿韩元，同比下滑 44.9%。⑤倍加洁拟以 4.7 亿现金收购薇美姿 16.4967% 股权，交易完成后，倍加洁将持有薇美姿 32.165% 股份。⑥雅诗兰黛 2023 财年 10-12 月净销售额为 46.2 亿美元，同比下降 17%，毛利率下滑至 73.6%，归母净利润为 3.94 亿美元，同比下降 64%。
- 重点公司更新：①青松股份：发布 2022 年业绩预告，预计实现营业收入 28.0~30.0 亿元，同比下降 18.77~24.19%；归母净利润-7.8~-6.8 亿元，比上年同期亏损减少 14.44~25.41%；扣非归母净利润-8.1~-7.1 亿元，比上年同期亏损减少 11.70~22.62%。并发布 2022 年度创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书，发行价格为 4.45 元/股，发行数量不低于 71,910,113 股（含本数）且不超过 191,123,595 股（含本数），不超过本次发行前公司总股本的 30%，该申请已获得深圳证券交易所受理。②鲁商发展：发布 2022 年业绩预告，预计实现归母净利润 1809.50~5428.51 万元，同比减少 85%~95%。③丽人丽妆：发布 2022 年业绩预告，预计实现归母净利润-1.4~-1.1 亿元，与上年同期相比将出现亏损，扣非归母净利润-1.8~-1.5 亿元。④江苏吴中：发布 2022 年业绩预告，预计实现归母净利润约-9,500~-7,500 万元，与上年同期相比将出现亏损，扣非归母净利润约-11,400~-9,400 万元。⑤朗姿股份：发布 2022 年业绩预告，预计实现归母净利润约

2,000~3,000 万元，同期下降 84%~89.33%，扣非归母净利润约 900~1,350 万元同期下降 92.67%~95.11%。

- **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			PE			投资 评级	
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	上期	本期
300896.SZ	爱美客	4.43	6.71	9.63	121.1	88.80	61.90	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	2.87	2.66	3.45	72.58	60.92	46.97	买入	维持
688363.SH	华熙生物	1.63	2.05	2.79	70.24	61.54	45.14	买入	维持
300957.SZ	贝泰妮	2.04	2.76	3.72	94.39	49.29	36.59	买入	维持
600223.SH	鲁商发展	0.36	0.24	0.46	36.81	47.03	23.86	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 2 月 3 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 重视医美疫后/节后复苏机会，化妆品上新宜布局	4
1.1. 化妆品：开年推新+38 女王节促销储备，上新季开启建议提前布局	4
1.2. 医美：疫后复苏进行时，节后复工热度或将进一步提升	6
2. 行业&公司资讯	8
2.1. 行业资讯	8
2.2. 重点公司公告	8
3. 投资建议	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1：珀莱雅全新升级红宝石面膜 2.0	4
图 2：Off&Relax 上新头皮轻盈凝露	5
图 3：“中国妆，原生美”彩棠青瓷海棠系列	5
图 4：各地疫后复苏进度与达峰先后有关	6
图 5：23 年疫后+节后医美热度持续提升	6
表 1：重点关注公司盈利预测（2023/2/3）	10

1. 重视医美疫后/节后复苏机会，化妆品上新宣布局

1.1. 化妆品：开年推新+38 女王节促销储备，上新季开启建议提前布局

迎合热点需求，2 月 1 日珀莱雅升级上新两款产品开启上新季：

①主品牌珀莱雅推出升级版红宝石面膜 2.0：膜布/成分/体验三重升级，创新采用“一涂二敷”的方式，先涂抹含六重胜肽的精华液后敷以微压清透面膜，二者分区设计，以求 1 片面膜=1 次 SPA 级高奢护理+1 贴面膜的体验，科学抗衰使用仪式感升级，100%受试者认同使用后肌肤变得更加饱满紧致。

图 1：珀莱雅全新升级红宝石面膜 2.0



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店、德邦研究所

②子品牌 Off&Relax 上新头皮轻盈凝露：头部皮肤因比面部皮肤拥有更多的皮脂腺，油脂积累速度更快所需清洁频率较高，而头皮作为仅次于眼周的第二薄皮肤，其脆弱程度却常常被忽视，当频繁使用深层清洁的洗发产品时，表面活性剂强大的清洁力会对头皮屏障产生破坏，使头皮越来越脆弱、敏感，相比于深层清洁，周期性的温和清洁更为重要，Off&Relax 新品头皮轻盈凝露添加了地中海微藻提取物改善油脂过度分泌从源头控油，并以 OCT 搭配 PCA 锌抑制头皮有害菌群生长调理微生态，并添加澳洲蓝桉叶精油起到镇静止痒舒缓头皮的功效，定期定向的温和卸除头皮的顽固残留，使得控油、调理、舒缓环环相扣。使用反馈显示，100%的消费者使用四周后认为头发更加清爽轻盈，并有 93%的消费者认为可以改善碎屑脱落并去除角质，油性头皮人群可配合洗发水进行二次清洁，中性及干性头皮群可搭配发膜使用，清洁滋养。

图 2: Off&Relax 上新头皮轻盈凝露



资料来源：珀莱雅股份微信公众号、德邦研究所

从基础功效到进阶需求，从产品到品牌，从品牌到集团，从形象打造到价值传递，珀莱雅在国货革新升级的趋势中已然成为领路人。主品牌珀莱雅从大单品红宝石精华、双抗精华的推出迭代，到相应系列的产品扩充，再到新系列源力、新品类精华油唇膜，充分验证其单品打造及品牌升级能力，兼具规模与声量。子品牌彩棠一以贯之的大单品战略，以三色修容盘、双拼高光盘两大单品实现品牌力塑造及营收基本盘，并推出定妆喷雾、卸妆膏等新品类，从底妆发展到卸妆清洁类产品，逐步完善专业彩妆产品线的同时坚持品牌调性打造，从产品“青瓷海棠”的系列外观到宣传推新的遣词造句，践行“中国妆，原生美”理念，在满足化妆品功能属性外，赋予额外的社交、文化价值，助力品牌破圈。

图 3：“中国妆，原生美”彩棠青瓷海棠系列



资料来源：彩棠天猫旗舰店、德邦研究所

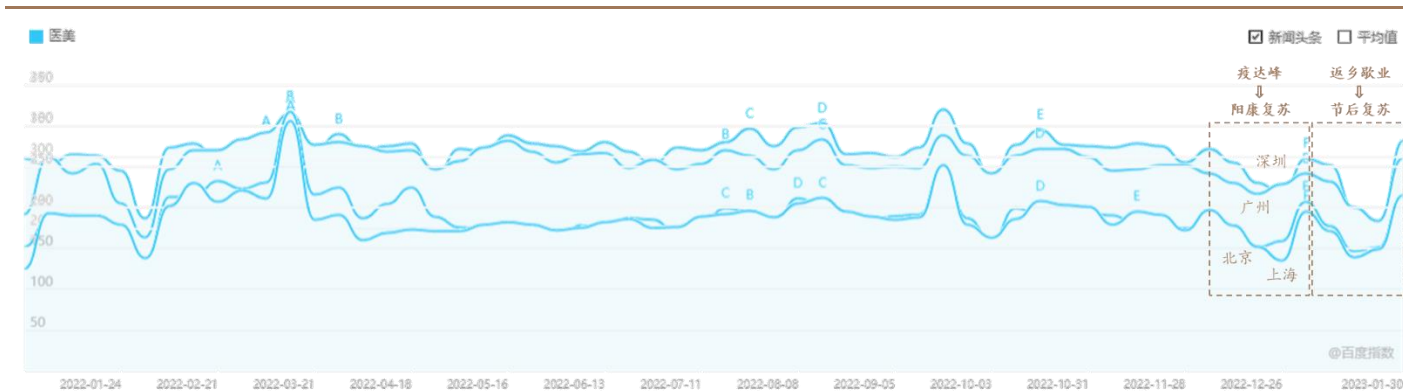
目前化妆品行业整体虽仍处行业淡季，但新年伊始三月将至，各品牌推新阶段相继开启，或为 38 女王节促销储备预热或开启全年推新周期，我们坚定看好国货替代背景下行业发展的结构性机会，看好功能性护肤、洗护升级等细分赛道的国货表现，建议跟踪关注品牌升级上新情况，底部提前布局。

1.2. 医美：疫后复苏进行时，节后复工热度或将进一步提升

疫情达峰+春节假期热度暂时降温后，两拨复苏接踵而至，从搜索指数看，现阶段医美热度已恢复至去年节后水平并预计持续提升。

①第一波疫情达峰后复苏：22年12月初，国内疫情解除管控全面放开，12月中旬起各地相继迎来感染高峰，影响机构员工经营及客户到店，全国“医美”搜索指数下降，医美消费暂时降温；23年1月起，随居民逐渐恢复阳康，社会运转逐步正常化，疫情达峰后第一波复苏于各地接踵开启，“医美”搜索热度迅速恢复至放开前水平（线1），各地区恢复时间及进度差异主要与其达峰时间有关，其中北京、广州因疫情率先达峰而后先行恢复，上海、深圳进度略滞后。

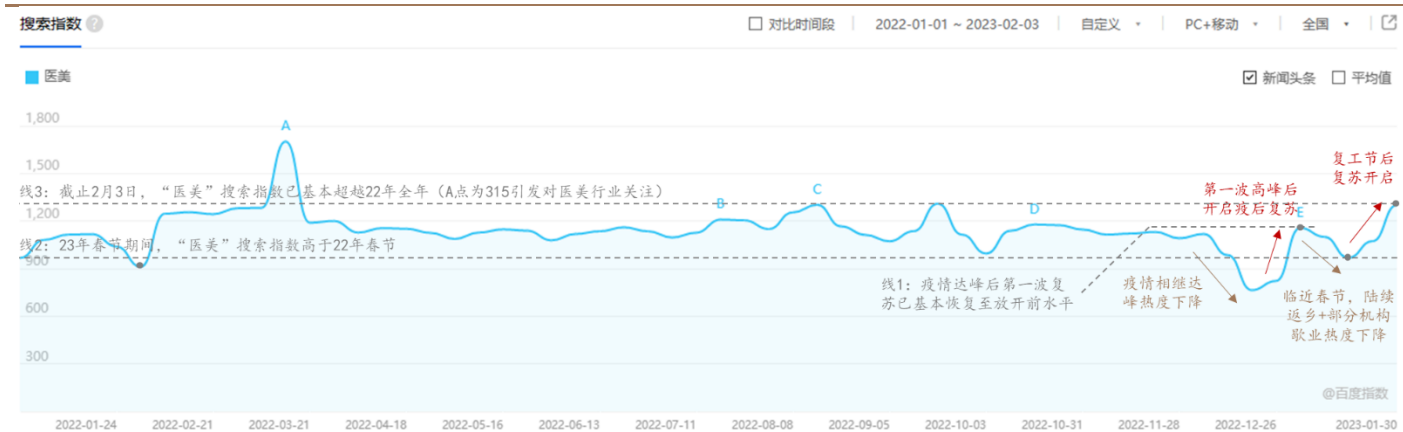
图4：各地疫后复苏进度与达峰先后有关



资料来源：百度指数、德邦研究所

②第二波疫后+节后复工复苏：23年春节假期较早，且由于管控放开返乡人次增加、机构陆续歇业，疫情达峰后短暂恢复便进入春节消费淡季，“医美”搜索指数呈现阶段性下滑但仍高于22年春节水平（线2），其中北上广深等一线城市因返乡潮较全国下滑程度更大。节后随各地陆续复工返岗，医美热度再次提升，疫后叠加节后恢复，医美消费迎来第二波复苏，根据百度搜索指数，截止2月3日，“医美”搜索指数已基本超越22年全年水平（线3），且仍在持续提升。

图5：23年疫后+节后医美热度持续提升



资料来源：百度指数、德邦研究所

截至目前仍有部分中小机构尚未复工，2 月份随着整体复工的推进，叠加放开后客流修复，预计将迎来节后医美消费小高峰。展望 23 年，我们对机构端业绩增长持乐观预期，除疫后恢复经营正常化外，终端获客难的问题随抖音、快手等新增量渠道进入有望得到一定的缓解，提高新客比例从而扩大消费人群基数；在产品结构上，继续看好再生产品红利延续，关注胶原蛋白类产品、合规水光产品及国货产品的发展机会，看好医美消费持续复苏，消费端 3 月旺季需求或将部分前置，机构端或将提前 3 月促销布局应对疫后需求释放。

2. 行业&公司资讯

2.1. 行业资讯

1.30: 1月28日, 国家药监局发布公告称 YY/T 1888-2023《重组人源化胶原蛋白》医疗器械行业标准已审核通过, 并将于2023年7月20日实施。此外, 1月29日, 国家药监局医疗器械标准管理中心发布了《重组胶原蛋白生物材料命名指导原则》解读, 以更好地指导和规范重组胶原蛋白医疗器械的命名工作。(i美妆头条)

1.30: 乐华娱乐旗下天津壹华与华熙生物旗下华熙海御共同出资 2000 万成立北京润熙禾生物科技有限公司, 双方分别持股 50%。其中北京润熙禾主要经营业务为婴童品牌, 华熙生物主要负责科研和产品开发, 乐华娱乐则在品牌运营传播上发挥优势, 双方形成优势互补 (中妆资讯、青眼)

1.30: 近日抖音超市上线抖音 App, 在搜索栏或购物入口内搜索“抖音超市”, 即可进入到抖音超市内进行购物, 其商品涵盖: 乳饮冲调、酒水保健、家庭清洁, 以及个护美妆、母婴宠物、粮油速食、电器百货等品类。(中妆资讯)

2.1: 1月28日, 吴中美学与重庆医药集团湖北盛适邦医疗器械有限公司宣布达成深度合作。双方的合作主要在湖北区域进行, 整合各自优势资源, 从优质安全的医美产品的销售、配送再到医美机构端的销售赋能。(江苏吴中公众号)

2.1: 韩国美妆集团 LG 生活健康 2022 年销售额 71858 亿韩元, 同比下滑 11.2%, 营业利润 7111 亿韩元, 同比下滑 44.9%。(聚美丽)

2.3: 倍加洁拟以 4.7 亿现金收购薇美姿 16.4967% 股权, 交易完成后, 倍加洁将持有薇美姿 32.165% 股份。(中妆资讯)

2.3: 雅诗兰黛 2023 财年 10-12 月净销售额为 46.2 亿美元, 同比下降 17%, 毛利率下滑至 73.6%, 归母净利润为 3.94 亿美元, 同比下降 64%。(中妆资讯)

2.2. 重点公司公告

青松股份 (1/30): 发布 2022 年业绩预告, 预计 2022 年实现营业收入 28.0~30.0 亿元, 同比下降 18.77~24.19%; 归母净利润-7.8~-6.8 亿元, 比上年同期亏损减少 14.44~25.41%; 扣非归母净利润-8.1~-7.1 亿元, 比上年同期亏损减少 11.70~22.62%。

青松股份 (1/30): 青松股份发布 2022 年度创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书, 本次发行价格为 4.45 元/股, 发行数量不低于 71,910,113 股 (含本数) 且不超过 191,123,595 股 (含本数), 不超过本次发行前公司总股本的 30%, 且其申请获得深圳证券交易所受理。

鲁商发展 (1/31): 发布 2022 年业绩预告, 预计 2022 年实现归母净利润 1809.50~5428.51 万元, 同比减少 85%~95%。

丽人丽妆（1/31）：发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年实现归母净利润-1.4~-1.1 亿元，与上年同期相比将出现亏损，扣非归母净利润-1.8~-1.5 亿元。

江苏吴中（1/31）：发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年度实现归母净利润约-9,500~-7,500 万元，与上年同期相比将出现亏损，扣非归母净利润约-11,400~-9,400 万元。

朗姿股份（1/31）：发布 2022 年业绩预告，预计 2022 年度实现归母净利润约 2,000~3,000 万元，同期下降 84%~89.33%，扣非归母净利润约 900~1,350 万元同期下降 92.67%~95.11%。

江苏吴中（2/1）：公司拟将持有的长征-欣凯 15%的股权份额全部转让给欣凯医药化工中间体（上海）有限公司，股权转让价款共计人民币 3,300 万元。本次股权转让完成后，公司将不再持有长征-欣凯股权。

华熙生物（2/3）：关于其香港全资控股子公司钜朗公司与 Medytox 签署的主要目的为在中国大陆地区开发、拓展及销售 Medytox 生产的特定注射用 A 型肉毒毒素等医疗美容产品的合资协议及依据合资协议签署的其他相关协议，双方未就终止及/或撤销及/或解除协议达成一致，因 Medytox 无法根据合资协议向钜朗公司提供肉毒素产品，钜朗公司已于 1 月 18 日向新加坡国际仲裁中心提起仲裁，就 Medytox 于合资协议项下的违约提出索赔要求。

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、重点关注医美思健康；

(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 (2023/2/3)

证券代码	证券简称	2021	归母净利润 (亿元)		2024E	PE(TTM)	PE			
			2022E	2023E			2022E	2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	9.58	14.52	20.83	27.80	103.89	88.80	61.90	46.38	
000963.SZ	华东医药	23.02	26.37	31.81	39.03	34.89	31.59	26.19	21.35	
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	529.06	50.61	
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	268.01	329.85	58.30	44.93	
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	64.96	60.92	46.97	35.61	
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	67.02	61.54	45.14	32.57	
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	56.22	49.29	36.59	28.12	
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	893.81	47.03	23.86	19.74	
2367.HK	巨子生物	8.28	9.97	12.97	17.01	47.29	35.64	27.40	20.89	

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2023 年 2 月 3 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币汇率 0.86 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经营范围包括证券投资咨询业务。