



商业贸易

优于大市（维持）

证券分析师

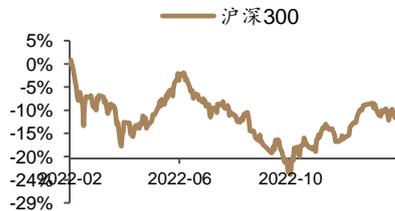
郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

- 《——2/13-2/17 美容护理周报-情人节小促试水，拉开美护复苏序幕》，2023.2.19
- 《泉峰控股：品牌引领，技术+产品+渠道+平台全面进攻》，2023.2.17
- 《——2/6-2/10 美容护理周报-倍加洁拟收购舒客母公司股权，看好口腔护理赛道发展》，2023.2.12
- 《——1/30-2/3 美容护理周报-医美复苏进行时，化妆品上新季宜布局》，2023.2.5
- 《科思股份(300856.SZ)：发布22年业绩预告，延续高景气》，2023.1.11

聚焦敏肌抗老赛道，米蓓尔新品华丽升级

——2/20-2/24 美容护理周报

投资要点：

- **医美周观点：**医美终端1月份各城市及机构间恢复表现分化，整体来看恢复态势良好，多数机构端对23年经营规划及预期较为乐观；渠道方面，终端获客难的问题随新增量渠道抖音的进入有望得到一定缓解；产品结构方面，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及龙头疫后复苏弹性，建议重点关注爱美客、华东医药、巨子生物、朗姿股份、昊海生科、江苏吴中。
- **化妆品周观点：**2月20日，米蓓尔官方上新“3A紫精华”，聚焦敏感肌抗衰潜力细分赛道，在定价、包装、宣传维度全面升级，释放品牌升级信号，助力米蓓尔打造更全面强势的产品矩阵。华熙生物从18年开始发力C端消费品业务，5年时间抓住电商渠道发展和直播带货红利做到国货化妆品一线梯队，目前四大品牌产品定位逐步清晰，22年我们看到肌活的产品重新梳理品牌焕活，当下看到米蓓尔新品定位质上飞跃，昭示着华熙在功能性护肤领域精细化、重质量运营的积极变化。化妆品行业20年后经历线上流量见顶，疫情影响线下展业和社交需求影响等诸多压制，23年疫后复苏明确，当下看好板块整体性复苏机会，近期多家国货龙头品牌高质量推新，我们继续看好国货替代背景下化妆品行业全面复苏机会，相信38女王节大促国货表现也有望成为板块行业试金石。建议重点关注珀莱雅、华熙生物、巨子生物、贝泰妮、丸美股份、鲁商发展、上海家化、水羊股份、上海上美。
- **行业新闻：**①新氧科技推出新氧优享、新氧快享、新氧专享三大业务，从消费互联网向产业互联网转型。新氧专享国内版将于二季度上线。②FILLMED菲欧曼特药械首例注射启动会暨特约医学官学术交流会于2月22日在博整乐城圆满落幕，并首发的3款透明质酸特药械产品。③2月20日，国货老品牌欧诗漫新品发布会盛大启幕，珍珠沁润修护系列新品重磅亮相，正式开启欧诗漫“补水3.0时代”。④海创生物完成数千万元Pre-A轮融资，本轮投资方为深创投。本轮融资金将主要用于化妆品原料开发、品牌建设和团队建设等方面。⑤碧欧泉全球首个线下新零售模式「碧欧泉型男自营专卖店」正式落地上海安福路永乐汇街区。除安福路店外，同时还在杭州、郑州、南昌、沈阳、无锡5城同步上线。⑥2月21日，在“滋养秀发生命之源”——2023头皮护理高峰论坛上，滋源重磅推出头皮护理3.0新品——滋源清润净澈系列，以独家微生物发酵技术“丝珮丽*”多效精粹为核心，再次证明其在头皮护理赛道的领军地位。⑦珀莱雅推出全新物理防晒单品「云朵防晒」。⑧瑗尔博士推出新品益生菌面膜2.0。⑨2022年，快手电商美妆行业增势迅猛，有近300场美妆直播GMV破千万，全年美妆GMV同比2021年增长245%，近40位美妆达人年度成交额破亿。
- **重点公司更新：**①贝泰妮：泰妮持股5%以上股东臻丽咨询于2022年7月28日至2023年2月22日期间通过大宗交易方式及集中交易方式累计减持公司股份4,501,700股，占公司总股本的1.06272%，减持比例超过公司现有总股本的1.00%。
- **投资建议：**医美终端1月以来整体恢复态势良好，继续看好医美消费持续复苏及龙头疫后复苏弹性；化妆品行业23年疫后复苏明确，继续看好国货替代背景下化妆品行业全面复苏机会，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

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；行业政策风险。

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	87.32	60.87	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	2.87	2.66	3.45	72.58	68.44	52.76	买入	维持
688363.SH	华熙生物	1.63	2.05	2.79	70.24	60.83	44.62	买入	维持
300957.SZ	贝泰妮	2.04	2.76	3.72	94.39	49.64	36.85	买入	维持
600223.SH	鲁商发展	0.36	0.24	0.46	36.81	52.02	26.40	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用2月24日收盘价对应的PE

内容目录

1. 米蓓尔推新“3A 紫精华”，聚焦敏肌抗衰助力品牌升级.....	4
2. 行业&公司资讯	7
2.1. 行业资讯.....	7
2.2. 重点公司公告	8
3. 投资建议.....	9
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：中国敏感肌护肤市场销售额指数（亿元）和增长率	4
图 2：敏感肌肤衰老机制	4
图 3：敏感肌护肤市场功效卖点词分析	4
图 4：米蓓尔“3A 紫精华”聚焦敏肌抗老	5
图 5：“3A 紫精华”38 预售定价 328 元	5
图 6：米蓓尔专研“敏肌 ABC+护肤法”	5
表 1：重点关注公司盈利预测（2023/2/24）	9

1. 米蓓尔推新“3A紫精华”，聚焦敏肌抗衰助力品牌升级

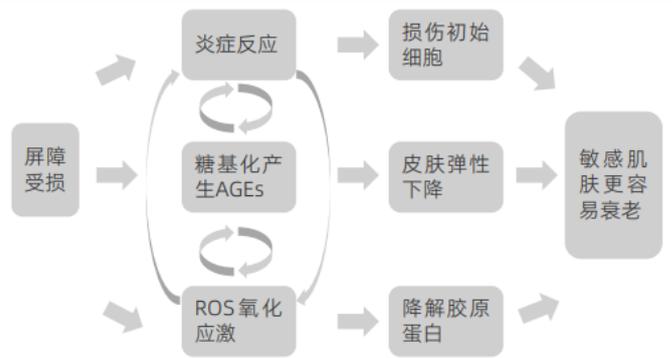
敏感肌需求进阶，抗衰痛点仍未被完全满足，市场潜力可观。国内敏感肌人群持续增多，根据流行病学研究表明，我国女性发病率约为36%，在此基础上发展而来的敏感肌护肤市场规模也在持续扩大，2022年已增长至83.5亿元，其中精华类作为功效承接的核心品类，在敏感肌护肤品类中以37.0%的销售增长率强势领先，同期敏感肌护肤整体增速仅为1.8%。从细分市场来看，基于敏感肌皮肤的脆弱性，市面上产品多以修护屏障为主，市场已较为成熟，然而修护维稳只是敏感肌人群诉求的第一步，在基础护肤需求满足下，进阶功效诉求接踵而至。就抗衰需求而言，敏感肌人群因更易受到外界刺激，诱发炎症，释放自由基参与炎症与糖化过程，形成“炎症-糖化-氧化”的恶性循环，导致肌肤更易老化，但市面上针对此需求的有效产品选择低于屏障修护型产品而市场同比增长却远高于屏障修护型产品，即敏感肌抗衰是一个多数敏肌人群随年龄增长都要面临的问题却未能得到充分产品供给的细分赛道，市场潜力十足。

图 1：中国敏感肌护肤市场销售额指数（亿元）和增长率



资料来源：《2023 中国敏感肌肤抗老趋势白皮书》，天猫新品创新中心、数据时间跨度为系统默认 2022.1-2022.12、数据仅含线上渠道，化妆品观察，德邦研究所

图 2：敏感肌肤衰老机制



资料来源：《2023 中国敏感肌肤抗老趋势白皮书》，刘玮.皮肤屏障功能解析[J].中国皮肤性病学杂志,2008,22(12):758-761, 涂颖,何黎.表皮屏障与其他屏障功能相关研究进展[J].皮肤科学通报,2017,34(04):379-382+, 德邦研究所

敏感肌抗衰追求温和有效。敏感肌对功效的进阶需求，相较于正常肌肤更难实现，功效性成分往往存在一定的刺激性，而敏感肌较脆弱的肌肤状态使得常规功效成分的堆叠添加易造成皮肤负担，因此在温和的基础上追求功效性方能更好的满足此类消费者的抗衰需求。

图 3：敏感肌护肤市场功效卖点词分析



资料来源：《2023 中国敏感肌肤抗老趋势白皮书》，天猫新品创新中心、数据时间跨度为系统默认 2022.1-2022.12、数据仅含线上渠道，桌面研究，德邦研究所

米蓓尔推出“3A紫精华”，聚焦敏肌抗老。2月20日，米蓓尔官方上新为敏感肌专研的3A紫精华，强调的3A抗老体系精准把握敏肌抗衰痛点，一是A+防御抗老，以专利ECT-HA智配协同科技先强韧肌底，保障敏感肌健康的肌肤状态，以稳托底；二是A+主动抗老，以三重A醇（新型A醇HPR、高活性植物A醇、维A棕榈酸酯）、两重胜肽（棕榈酰四肽-7、乙酰基六肽-8），明星抗衰成分发挥功效性；三是A+温和抗老，以专研的熙蓓新科技，将A醇以“包裹-减震-运输”的方式，稳定缓释、高效触达肌肤，更温和的发挥抗衰功效。

图4：米蓓尔“3A紫精华”聚焦敏肌抗老



资料来源：米蓓尔官方公众号，米蓓尔天猫旗舰店，德邦研究所

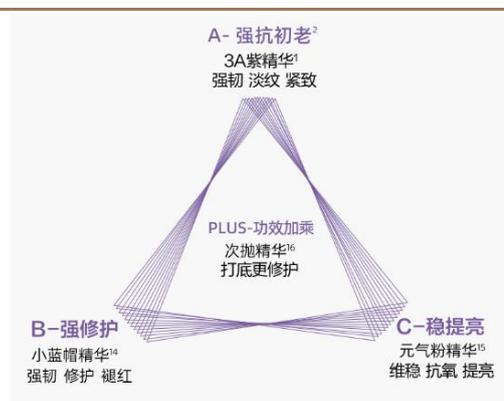
3A紫精华释放品牌升级信号，助力米蓓尔打造更全面强势的产品矩阵。米蓓尔主打“专为敏感肌肤研制”，遵循“从皮肤逻辑出发做研发”，针对消费者不同的肤质及问题，提供不同的解决方案，在此之前已打造出多元修护、屏障修护、舒缓修护、轻龄紧致等几大系列，更侧重于基础修护，此次“3A紫精华”的推出，为针对敏感肌抗衰的轻龄紧致系列再添一员，且在定价、包装、宣传维度全面升级，300+定价锚定中高端精华价位，并与现有产品“B”小蓝帽精华（舒缓褪红，强韧肌底）、“C”元气粉精华（抗氧提亮、改善暗沉）、“+”次抛精华形成针对敏感肌的“ABC+护肤法”，以米蓓尔强势大单品“铁三角”涵盖敏感肌日常护肤全流程，对品牌升级、矩阵构建、协同销售均有裨益。

图5：“3A紫精华”38预售定价328元



资料来源：米蓓尔天猫旗舰店，德邦研究所

图6：米蓓尔专研“敏肌ABC+护肤法”



资料来源：米蓓尔天猫旗舰店，德邦研究所

华熙生物从 18 年开始发力 C 端消费品业务，5 年时间抓住电商渠道发展和直播带货红利做到国货化妆品一线梯队，目前四大品牌产品定位逐步清晰，22 年我们看到肌活的产品重新梳理品牌焕活，当下看到米蓓尔新品定位质上飞跃，昭示着华熙在功能性护肤领域精细化、重质量运营的积极变化。化妆品行业 20 年后经历线上流量见顶，疫情影响线下展业和社交需求影响等诸多压制，23 年疫后复苏明确，当下看好板块整体性复苏机会，近期多家国货龙头品牌高质量推新，我们继续看好国货替代背景下化妆品行业全面复苏机会，相信 38 女王节大促国货表现也有望成为板块行业试金石。

2. 行业&公司资讯

2.1. 行业资讯

2.20: 新氧科技推出新氧优享、新氧快享、新氧专享三大业务,从消费互联网向产业互联网转型。新氧专享国内版将于二季度上线。(医美行业观察)

2.20: FILLMED 菲欧曼特许药械首例注射启动会暨特约医学官学术交流会于2月22日在博鳌乐城圆满落幕,公司首发的3款透明质酸特许药械产品分别是:注射用交联透明质酸钠凝胶 ART FILLER® FINE LINES、注射用透明质酸钠溶液 M-HA®10 和注射用透明质酸钠复合溶液 NCTF®135 HA。(医美部落)

2.20: 2月20日,国货老品牌欧诗漫新品发布会盛大启幕,珍珠沁润修护系列新品重磅亮相,正式开启欧诗漫“补水3.0时代”。(美妆网)

2.20: 米蓓尔推出新品3A紫精华,全新定义敏肌抗老新标准。(MedRepair 米蓓尔护肤品公众号)

2.21: 海创生物完成数千万元 Pre-A 轮投资,本轮投资方为深创投。本轮融资资金将主要用于化妆品原料开发、品牌建设和团队建设等方面。(医美行业观察)

2.21: 碧欧泉全球首个线下新零售模式「碧欧泉型男自营售卖店」正式落地上海安福路永乐汇街区。除安福路店外,同时还在杭州、郑州、南昌、沈阳、无锡5城同步上线。(中妆资讯)

2.21: 2月21日,在“滋养秀发生命之源”—2023头皮护理高峰论坛上,滋源重磅推出头皮护理3.0新品—滋源清润净澈系列,以独家微生物发酵技术“丝珮丽*”多效精粹为核心,再次证明其在头皮护理赛道的领军地位。(青眼)

2.21: 珀莱雅推出全新物理防晒单品「云朵防晒」。(珀莱雅 PROYA 公众号)

2.22: 华东医药全资子公司中美华东与日本 SCOHIA 宣布将就 GLP-1R 和 GIPR 双激动剂 SCO-094 及其衍生产品在全球范围内扩大战略合作。(华东医药股份有限公司公众号)

2.23: 三文鱼肌底疗法暨普丽兰新品发布会于2月21日顺利开展。普丽兰基于纯净 PDRN 研发出三文鱼世家系列产品,顺应市场趋势,通过美塑、术后、护肤、口服达到内养外治全生态管理,开启生态护肤治疗时代。(医美行业观察)

2.23: 据韩国 Pulse News 消息, LG 电子将通过提供更多在线服务来扩大其美容业务,消费者可以在这些服务中购买护肤产品和设备。公司计划销售可与公司的美容和医疗设备一起使用的化妆品,这是为了帮助消费者更方便地购买和使用公司的产品。(医美行业观察)

2.23: 瓊尔博士推出新品益生菌面膜2.0。(瓊尔博士公众号)

2.24: 2022年,快手电商美妆行业增势迅猛,有近300场美妆直播GMV破千万,全年美妆GMV同比2021年增长245%,近40位美妆达人年度成交额破

亿。(用户说了公众号)

2.2. 重点公司公告

贝泰妮 (2/23): 贝泰妮持股 5%以上股东臻丽咨询于 2022 年 7 月 28 日至 2023 年 2 月 22 日期间通过大宗交易方式及集中交易方式累计减持公司股份 4,501,700 股, 占公司总股本的 1.06272%, 减持比例超过公司现有总股本的 1.00%。

3. 投资建议

(1) 医美终端 1 月份各城市及机构间恢复表现分化，整体来看恢复态势良好，多数机构端对 23 年经营规划及预期较为乐观；渠道方面，终端获客难的问题随新增量渠道抖音的进入有望得到一定缓解；产品结构方面，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及龙头疫后复苏弹性。

(2) 化妆品行业 20 年后经历线上流量见顶，疫情影响线下展业和社交需求影响等诸多压制，23 年疫后复苏明确，当下看好板块整体性复苏机会，近期多家国货龙头品牌高质量推新，我们继续看好国货替代背景下化妆品行业全面复苏机会，相信 38 女王节大促国货表现有望成为板块行业试金石。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 (2023/2/24)

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	102.16	87.32	60.87	45.61
000963.SZ	华东医药	23.02	26.07	31.61	39.03	35.37	32.39	26.72	21.64
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	595.11	56.92
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	262.34	322.87	57.07	43.97
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	72.97	68.44	52.76	40.00
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	66.25	60.83	44.62	32.20
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	56.62	49.64	36.85	28.32
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	988.80	52.02	26.40	21.84
2367.HK	巨子生物	8.28	9.94	12.96	16.93	46.88	36.25	27.80	21.28

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2023 年 2 月 24 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币汇率 0.88 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) 行业政策风险：近年来医美行业监管趋严，打击水货市场、加大非法机构端整治力度，从产品端、机构端、宣传推广等方面规范行业发展，行业各环节发展一定程度上存在受政策整治的影响风险。

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

类别	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。	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。