



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

逸仙电商 22Q4 扭亏为盈，坚定看好美妆护肤板块长期韧性

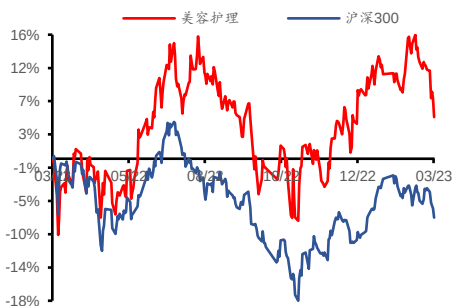
——美妆行业周报（20230306-0310）

增持（维持）

行业：美容护理
日期：2023年03月11日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870121120007

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《医美线下消费持续复苏，看好美妆赛道长期韧性》

——2023 年 03 月 10 日

《“3.8”大促催化，积极布局美护行情》

——2023 年 03 月 04 日

《华熙生物入局细胞培养基赛道，国货美妆积极上新布局“38”大促》

——2023 年 02 月 25 日

主要观点

化妆品板块：

38 大促美妆行业线上渠道表现平淡，珀莱雅、欧莱雅表现亮眼。

1) 线上方面：“3.8”期间淘系平台数据：38 大促期间（3.1-3.8），淘系平台 GMV 为 40.7 亿元，同比+46.7%，产品均价为 174.1 元，同比+54.6%，淘系平台销售额及均价均呈现双位数增长。分品类看，38 期间淘系 TOP10 子类目中，面部精华排名第一，GMV 达到 7.81 亿元，同比-12.2%；其次是面部护理套装 GMV 为 6.36 亿元，同比-40%；面膜位列第三，GMV 为 5.89 亿元，同比+24.3%，为 TOP10 类目中唯一同比增长的类目。

国货品牌珀莱雅超越国际大牌，GMV 排名第一。2023 年 38 期间天猫平台 TOP10 品牌中，珀莱雅超越欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛等国际一线美妆品牌，以 2.7 亿元的 GMV 占据第一，同比实现+56%的高增长。欧莱雅期间 GMV 为 2.2 亿元，同比微增 3.8%，位列第二。兰蔻、雅诗兰黛品牌均存在不同程度同比下滑，分别为-23.2%、-42.9%。近年，珀莱雅连续推出多个致敬“她力量”的营销事件，获得用户的高度认可。23 年，其继续在“性别不是边界线，偏见才是”营销主题下，特别策划故事短片，圈粉更多女性消费者。产品矩阵上，珀莱雅将红宝石精华、红宝石面霜、双抗精华等经典大单品进行多种组合，并对大单品不断迭代升级，聚焦护肤升级，带给消费者更优质的护肤体验。我们认为珀莱雅品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，产品力+营销力助力珀莱雅在 38 大促整体销售趋势走弱下逆势增长。

“3.8”期间抖快销售数据：2023 年 38 期间（3.1-3.8）抖音平台美容护肤品类占比从大促前一周的 66.6%提升至 70.55%，提升 3.95pcts；彩妆香水类占比相对大促前下降至 17.31%，大促期间美容护肤类产品更受消费者青睐，我们认为彩妆香水类产品更具备送礼属性，因此在非节日期间份额会略微下滑。其中，抖音平台 3 月 8 日当天品牌 TOP10 榜单中，美容护肤品类前三分别为珀莱雅、雅诗兰黛、欧莱雅，国货品牌珀莱雅力压国际大牌，当日销售位列第一。彩妆香水品类中，花西子排名第一，TOP10 榜单中热门国货彩妆品牌卡姿兰、彩棠等均上榜。快手平台 3.8 当日 TOP10 中，本制、韩熙贞、朵拉朵尚等位居前列。从竞争格局来看，与往年一样，快手美妆市场更为分散，上榜品牌属性也更丰富，未出现外资大牌轮番占据榜首现象。非大厂品牌、快手品牌和新锐国货在快手平台存在更多突围机会。

我们认为 38 美妆线上平台表现较弱的主要由于：1) 根据消费习惯，化妆品一次购买量大致使用周期大约在 3-12 个月，疫情期间培养的囤货习惯，上一波购物节所囤库存并未消化完；2) 消费者消费意愿正处于疫后过渡阶段，尚未立刻体现在购买行为上；3) 各大电商平台规则不一，品牌商及平台宣传造势力度不大、氛围不浓厚；4) 大部分美妆品牌折扣力度与去年 38 基本持平，仅体现在多赠品优势，但相比去年

双 11 折扣力度相对较小，且大促时间区间减少；5) 疫后放开政策下，商旅出游频次增加，线下及海外消费吸引力比线上购物更大。

2) 线下方面：38 女神节全国购物中心场均日客流 2.06 万人次，同比 2022 年增长 15%。分地区看，各区域客流同比 2022 年表现均有明显提升，华南、华中同比表现好于其他区域。线下客流复苏有利于推动线下美妆消费持续回暖，我们看好线下渠道销售占比较高的美妆龙头企业巨子生物、坚持以线下渠道为基础的美妆龙头企业贝泰妮等。

逸仙电商 22Q4 首次实现盈利，转型成效凸显护肤板块增长良好。22 年公司收入实现 37.1 亿元，同比-36.5%，毛利润实现 25.2 亿元，同比-35.4%，净亏损 8.21 亿元。22Q4 收入实现 10.1 亿元，同比-34.19%，毛利润实现 7.15 亿元，同比-28.04%，净亏损为 0.55 亿元。不按美国通用会计准则（Non-GAAP）计算，22Q4 净利润可达 3470 万元，实现单季盈利。分业务板块看，护肤板块业务增速良好，打造第二增长曲线。22 年护肤品品牌的净收入从去年同期的 8.55 亿元增长至 12.4 亿元，同比+45.2%，占总净收入的比例为 33.5%。分季度看，22Q4 护肤业务收入达到 4.7 亿元，护肤业务占总营收比例从 22Q1 的 20.5% 增长至 22Q4 的 46.9%。分品牌看，达尔肤 DR.WU、科兰黎 Galenic、Eve Lom 三大品牌全年净收入总共增长 99%，22Q4 合计收入同比+73%。公司正在逐步搭建护肤第二增长曲线，增强自身竞争力。

研发费率提高，引入重量级研发专家承静。公司 22 年研发费用率 3.4%，超出行业 2-3% 平均范围，达到国际品牌平均 1.5%-3.5% 的研发费用率上限值。22 年全年研发投入累计为 1.3 亿元，其中 22Q4 研发费用从去年同期的 4330 万元人民币下滑至 2510 万元人民币，减少的主要原因是计划进行研究和研发活动，以便将研究和研发费用维持在相对于净收入的合理水平。公司官宣前雅诗兰黛集团亚太研发中心研发副总裁承静为首席科学官，承静已拥有超 25 年美妆行业研发经验，先后任职于汉高集团、露华浓、雅诗兰黛，是业内公认的重量级研发专家。

医美板块：

江苏吴中：锚定医美生物科技创新，开拓胶原蛋白终端应用

胶原蛋白风起，应用场景、市场前景广阔。据弗若斯特沙利文数据显示，2021 年我国胶原蛋白市场规模已达 288 亿元，预计 2027 年行业终端市场规模有望突破 1700 亿元。随着我国胶原蛋白市场规模的不断扩大以及各类胶原蛋白产品的持续渗透，行业迎来新的突破与发展，重组胶原蛋白已成为更优质、更有应用发展前景的新型胶原蛋白材料。2023 年 3 月 8 日，吴中美学举办了以“赋源新生，耀见未来”为主题的《婴芙源-胶原创新技术高峰论坛》。

婴芙源主打生物抗衰，公司重组胶原蛋白“研-产-销”打通闭环。公司首款落地品牌婴芙源于 22 年 9 月启动销售，公司以婴芙源起步，逐步实现重组胶原蛋白“研-产-销”闭环。独家引进美国三聚体结构的重组 III 型人源化胶原蛋白生物合成技术，该技术通过基因工程编辑成功表达具有天然全长的 III 型胶原蛋白序列，在完整的天然序列基础上形成了三聚体结构，使重组 III 型人源化胶原蛋白在合成过程中形成更牢固、支撑性更好、更加不容易分解流失的胶原蛋白结构，持久力更强。婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料 X 型可联合医美光电类产品及

其它美塑疗法产品使用，其重组 III 型人源化胶原蛋白纯度高，过敏率低，胶原蛋白浓度含量更适合亚洲肌肤；婴芙源 M 型在治疗完成后的修复、抗炎和锁水方面也有显著效果。

远想生物：围绕 3 大要素+5 大核心研发平台，构建核心技术原料及特色产品矩阵。2020 年，公司投资近 2 亿成立医学研究院，聚焦于再生医学技术的研发及产业转化。研究院围绕再生医学的理念，从支架材料、干细胞种子和再生刺激因子三个维度开展核心技术研发。近三年来已申请专利 113 项、其中已获得国家专利局授权 68 件；已取得一、二类医疗器械生产许可证 5 个；27 款自研植物原料也成功取得备案，产品与研发优势明显。公司 5 大核心研发平台包括再生生物材料平台、合成生物学平台、天然原料开发平台、功效检测技术平台、先进制剂配方平台。**三大核心技术原料组成特色产品矩阵**，公司基于再生医美体系开发的核心技术原料包括益生元、外泌体、ADM。2022 年外泌体治疗产品首次进入国家经济发展规划，细分赛道前景广阔、潜力巨大。

公司业绩公告：本周爱美客、逸仙电商、汉高集团以及德之馨发布 2022 年业绩公告。爱美客 22 年实现营收 19.39 亿元，同比+33.91%；归母净利润 12.64 亿元，同比+31.90%；实现扣非后归母净利润 11.97 亿元，同比+30.92%；其中，22Q4 单季度营收 4.49 亿元，同比+5.80%；归母净利润 2.71 亿元，同比+8.95%。22 年整体毛利率 94.85%，同增 1.15pcts；净利率 65.38%，略降 0.74pcts。22 年销售/管理/研发费用率分别为 8.39%/15.40%/8.93%，同比分别-2.42pcts/+3.86pcts/+1.86pcts。**汉高集团**22 年销售额达 223.97 亿欧元同比+8.8%；营业利润同比-13.7%。其中，美护事业部销售额同比-2.6%。**德之馨**22 年财年销售额达 46.18 亿欧元，同比+20.7%。其中，香氛护理板块销售额 17.06 亿欧元，同比+14.4%。

本周行情回顾：

本周申万美容护理行业指数较上周下跌 5.49%，板块整体跑输上证指数 2.54 个百分点；板块整体跑输沪深 300 指数 1.53 个百分点。上证指数下跌 2.95%，沪深 300 下跌 3.96%，深证成指下跌 3.45%，创业板指下跌 2.15%。在 31 个申万一级行业中，美容护理排名第 28。本周美容护理各二级行业中，化妆品下跌 4.52%，个护用品下跌 4.13%。

投资建议

出行及服务高频数据显示消费复苏节奏加快，结合医美及化妆品行业节日季节性特征、类刚需属性、企业自身边际变化、行业趋势及当下估值，我们建议关注：疫后线下消费场景修复，刚需属性较强，伴随行业景气度变化，估值有望抬升的美护龙头企业。**医美板块**看好天使针进入放量期且将有新系列推出、拿证壁垒强、产品布局前瞻丰富、估值较低、PEG1.3X 左右的医美针剂龙头**爱美客**；以及医美板块业务增长亮眼，管线布局丰富的**华东医药**。看好美妆赛道长期韧性，**化妆品板块**建议关注卡位高增长高景气赛道，纳入港股通，天花板尚远的胶原蛋白龙头企业**巨子生物**，其具有核心专利技术壁垒，线下渠道及新品增长曲线均有向上优化空间，线上增速强劲。建议关注品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，多维度构建品牌壁垒的**珀莱雅**；以玻尿酸为基本盘，医美业务产品管线清晰，研发加码布局合成生物学及胶原蛋白赛道的**华熙生物**；以及剥离地产，聚焦大健康拓展

胶原蛋白业务，估值相对较低的鲁商发展；关注股价回调幅度较大，人事组织变革，新品AOXMED线下渠道铺设有序推进的敏感肌护肤龙头贝泰妮，连锁化率有望提升的国内领先的一站式美丽与健康服务龙头美丽田园医疗健康。

■ 风险提示

消费市场持续低迷；新品推出不及预期；行业需求复苏低于预期；政策推进不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力加大；上市公司治理风险；第三方数据统计口径差异风险；重要股东减持风险。

目 录

1 本周市场回顾	6
1.1 板块行情回顾	6
1.2 个股行情回顾	6
2 行业趋势及重点公司跟踪	7
2.1 化妆品板块	7
2.1.2 本周重点品牌新品跟踪	10
2.1.3 逸仙电商：完美日记母公司，单季度实现扭亏为盈	11
2.2 医美板块	12
2.2.1 江苏吴中：锚定医美生物科技创新，开拓胶原蛋白终端应用	12
2.2.2 远想生物：3大要素+5大核心研发平台，构建核心技术原料及特色产品矩阵	14
3 行业要闻及公告	16
3.1 行业新闻	17
3.2 公司公告	20
4 风险提示：	22

图

图 1：本周市场表现 (%)	6
图 2：申万美容护理子行业表现 (%)	6
图 3：申万一级行业表现 (美妆) (%)	6
图 4：指数成分股涨幅 (美妆) (%)	7
图 5：指数成分股跌幅 Top10 (美妆) (%)	7
图 6：2023 年 38 期间淘系品牌 GMV TOP10 子类目	8
图 7：2017-2027E 胶原蛋白市场规模	13
图 8：婴芙源 - 胶原创新技术高峰论坛	13
图 9：高等生物的再生能力越来越弱	14
图 10：远想生物再生医美体系三要素	14
图 11：远想生物 5 大技术平台	15
图 12：多种不同超级皮肤益生元 LACTOB+	16
图 13：天然植物功效护肤——“森泌”系列	16
图 14：ADM 的组成部分及作用	16

表

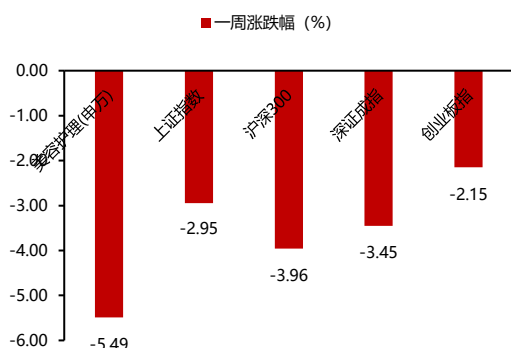
表 1：2023 年 38 期间天猫平台 TOP10 品牌 (23 年 3 月 2 日-3 月 8 日)	8
表 2：2023 年抖音、快手平台 3 月 8 日当日品牌 TOP10	9
表 3：本周重点品牌新品上市情况	10
表 4：旗下主要品牌及代表产品	11

1 本周市场回顾

1.1 板块行情回顾

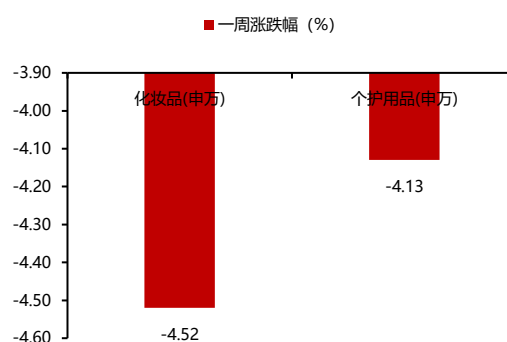
本周申万美容护理行业指数较上周下跌5.49%，板块整体跑输上证指数2.54个百分点；板块整体跑输沪深300指数1.53个百分点。上证指数下跌2.95%，沪深300下跌3.96%，深证成指下跌3.45%，创业板指下跌2.15%。在31个申万一级行业中，美容护理排名第28。本周美容护理各二级行业中，化妆品下跌4.52%，个护用品下跌4.13%。

图 1：本周市场表现 (%)



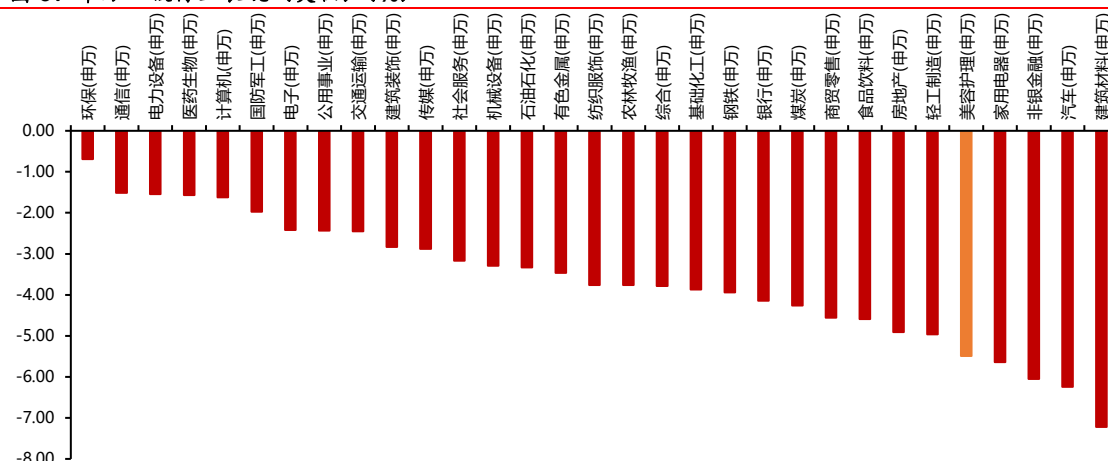
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2：申万美容护理子行业表现 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：申万一级行业表现 (美妆) (%)

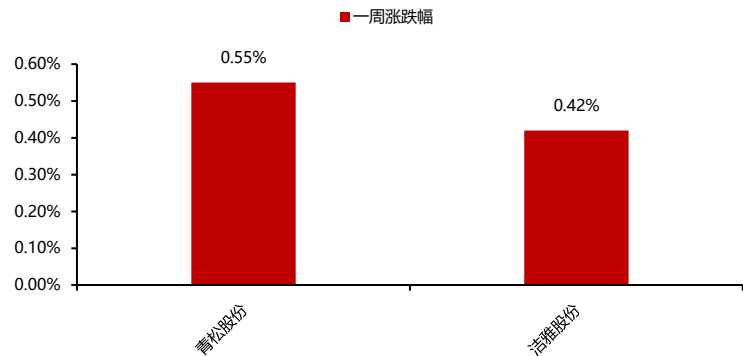


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 个股行情回顾

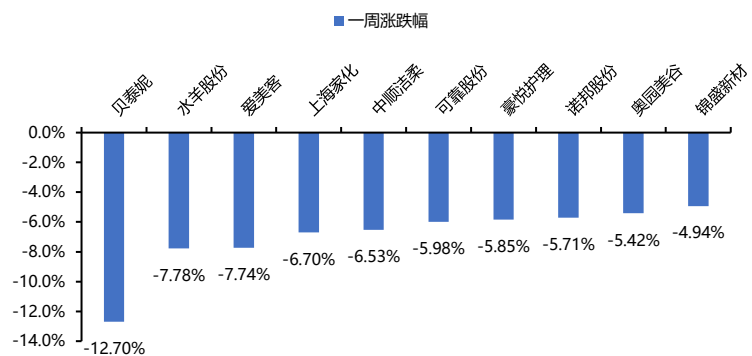
本周美容护理行业个股涨跌幅中，仅有两家上涨，分别为青松股份、洁雅股份。其中青松股份上涨0.55%、洁雅股份上涨0.42%；排名后五的个股为贝泰妮下跌12.70%、水羊股份下跌7.78%、爱美客下跌7.74%、上海家化下跌6.70%、中顺洁柔下跌6.53%。

图 4：指数成分股涨幅（美妆）（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5：指数成分股跌幅 Top10（美妆）（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 行业趋势及重点公司跟踪

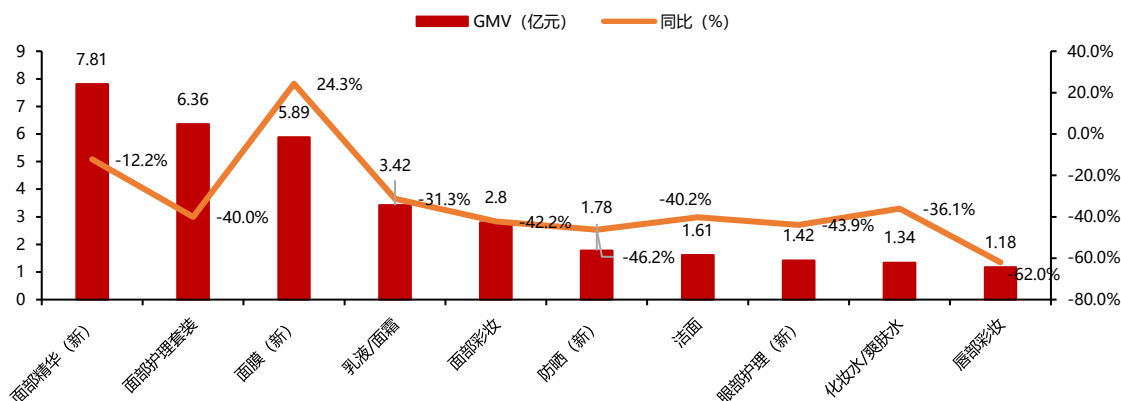
2.1 化妆品板块

38 大促美妆行业线上渠道表现平淡，珀莱雅、欧莱雅表现亮眼。

1) 线上方面：“3.8”期间淘系平台数据：38 大促期间（3.1-3.8），淘系平台 GMV 为 40.7 亿元，同比+46.7%，产品均价为 174.1 元，同比+54.6%，淘系平台销售额及均价均呈现双位数增长。分品类看，38 期间淘系 TOP10 子类目中，面部精华排名第一，GMV 达到 7.81 亿元，同比-12.2%；其次是面部护理套装 GMV 为 6.36 亿元，同比-40%；面膜位列第三，GMV 为 5.89 亿元，同比+24.3%，为 TOP10 类目中唯一同比增长的类目。

国货品牌珀莱雅超越国际大牌，GMV 排名第一。2023 年 38 期间天猫平台 TOP10 品牌中，珀莱雅超越欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛等国际一线美妆品牌，以 2.7 亿元的 GMV 占据第一，同比实现 +56% 的高增长。欧莱雅期间 GMV 为 2.2 亿元，同比微增 3.8%，位列第二。兰蔻、雅诗兰黛品牌均存在不同程度同比下滑，分别为 -23.2%、-42.9%。近年，珀莱雅连续推出多个致敬“她力量”的营销事件，获得用户的高度认可。23 年，其继续在“性别不是边界线，偏见才是”营销主题下，特别策划故事短片，圈粉更多女性消费者。产品矩阵上，珀莱雅将红宝石精华、红宝石面霜、双抗精华等经典大单品进行多种组合，并对大单品不断迭代升级，聚焦护肤升级，带给消费者更优质的护肤体验。我们认为珀莱雅品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，产品力+营销助力珀莱雅在 38 大促整体销售趋势走弱下逆势增长。

图 6：2023 年 38 期间淘系品牌 GMV TOP10 子类目



资料来源：青眼资讯，上海证券研究所

表 1：2023 年 38 期间天猫平台 TOP10 品牌 (23 年 3 月 2 日-3 月 8 日)

2023 年 “3.8” 天猫平台 TOP10 品牌		
品牌	GMV(亿元)	同比增长
珀莱雅	2.7	56.0%
欧莱雅	2.2	3.8%
Lancome	2.1	-23.2%
雅诗兰黛	1.7	-42.9%
olay	1.1	-21.6%
娇韵诗	1.0	30.8%
修丽可	1.0	8.1%
海蓝之谜	0.8	-47.0%
Guerlain	0.8	22.6%
HR	0.7	-39.1%

资料来源：青眼资讯，上海证券研究所

3.8”期间抖快销售数据：2023 年 38 期间（3.1-3.8）抖音平台美容护肤品类占比从大促前一周的 66.6%提升至 70.55%，提升 3.95pcts；彩妆香水类目占比相对大促前下降至 17.31%，大促期间美容护肤类产品更受消费者青睐，我们认为彩妆香水类产品更具备送礼属性，因此在非节日期间份额会略微下滑。其中，抖音平台 3 月 8 日当天品牌 TOP10 榜单中，美容护肤品类前三分别为珀莱雅、雅诗兰黛、欧莱雅，国货品牌珀莱雅力压国际大牌，当日销售位列第一。彩妆香水品类中，花西子排名第一，TOP10 榜单中热门国货彩妆品牌卡姿兰、彩棠等均上榜。快手平台 3.8 当日 TOP10 中，本制、韩熙贞、朵拉朵尚等位居前列。从竞争格局来看，与往年一样，快手美妆市场更为分散，上榜品牌属性也更丰富，未出现外资大牌轮番占据榜首现象。非大厂品牌、快手品牌和新锐国货在快手平台存在更多突围机会。

表 2：2023 年抖音、快手平台 3 月 8 日当日品牌 TOP10

排序	2023 年抖音平台 3 月 8 日美妆行业品牌 TOP10			2023 年快手平台 3 月 8 日美妆行业品牌 TOP10	
	美容护肤	彩妆/香水/美妆工具	美容/个护仪器	美妆	个护清洁
1	珀莱雅	花西子	雅萌	本制	ULIKE
2	雅诗兰黛	朱莉欧	极萌	韩熙贞	芭莎蔓
3	欧莱雅	卡姿兰	AMIRO	朵拉朵尚	栢肤源
4	韩束	AKF	NOWMI	谷雨	古兰驰
5	夸迪	玛丽黛佳	JOVS	栢肤源	贝米诗
6	谷雨	彩棠	silk'n	欧诗漫	七度空间
7	欧诗漫	露伊薇丹	花至	欧莱雅	ELLIKII
8	可复美	YSL	DJM	雅诗兰黛	朵拉朵尚
9	Olay	悦瞳	NUNA by Premier Dead Sea	梦泉	菲诗蔻
10	自然堂	纪梵希	OGP	伊荣肤美	娇玛仕

资料来源：青眼资讯，上海证券研究所

● 线下方面：

38 女神节（统计时间：2023 年 3 月 4 日至 3 月 8 日）全国购物中心场均日客流 2.06 万人次，同比 2022 年增长 15%。分地区看，各区域客流同比 2022 年表现均有明显提升，华南、华中同比表现好于其他区域。期间，各等级城市客流同比 2022 年表现均有明显提升，一线城市、新一线城市客流同比表现好于二三线及以下城市。重点城市中，昆明市场场均日客流 2.4 万人，同比+30%，位列第一。线下客流复苏有利于推动线下美妆消费持续回暖，我

们看好线下渠道销售占比较高的美妆龙头企业巨子生物、坚持以线下渠道为基础的美妆龙头企业贝泰妮等。

2.1.2 本周重点品牌新品跟踪

【可复美】23年3月7日，巨子生物旗下可复美品牌推出新品可复美胶原乳，宣称专研双仿生屏障修护体系，功效宣称8小时屏障保湿，14天舒缓褪红。天猫官旗售价359元/80ml。

【城野医生】23年3月6日，强生旗下城野医生品牌推出新品VC100精华水，宣称17种氨基酸、5重玻尿酸、3重胶原蛋白，达到深度补水、淡化干纹、提升肌肤弹性功效。天猫官旗售价322元/150ml。

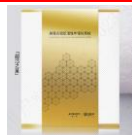
【玉泽】23年3月9日，上海家化旗下玉泽品牌推出新品油敏霜，宣称油敏专研-PBS Clear 修护技术，富含亚麻酸和多种不饱和脂肪酸植物油脂，精准修护，温和控油。天猫官旗售价278元/50g。

【卡诗】23年3月7日，欧莱雅旗下卡诗品牌推出微米双萃洗发凝露，宣称蕴含地中海微米级杏仁珠，深层清洁头皮毛孔；摩洛哥超维坚果籽，去除顽固杂质。天猫官旗售价220元/200ml。

【美丽田园&AOXMED】23年3月4日，美丽田园与贝泰妮旗下高端抗衰品牌AOXMED联合推出美雅安缇超活年轻化系统，宣称多维作用于皮肤老化的不同层面，内源帮助促进胶原，改善多种老化痕迹。

表 3：本周重点品牌新品上市情况

公司	品牌	产品名称	产品图片	功效特点	售价规格	上市时间
强生	城野医生	VC100 精华水		17种氨基酸、5重玻尿酸、3重胶原蛋白，达到深度补水、淡化干纹、提升肌肤弹性功效。	322元/150ml	2023.03.06
巨子生物	可复美	可复美胶原乳		专研双仿生屏障修护体系，功效宣称8小时屏障保湿，14天舒缓褪红。	359元/80ml	2023.03.07
上海家化	玉泽	玉泽油敏霜		油敏专研-PBS Clear 修护技术，富含亚麻酸和多种不饱和脂肪酸植物油脂，精准修护，温和控油。	278元/50g	2023.03.09
欧莱雅	卡诗	微米双萃洗发凝露		蕴含地中海微米级杏仁珠，深层清洁头皮毛孔；摩洛哥超维坚果籽，去除顽固杂质。	220元/200ml	2023.03.07

美丽田园、贝泰妮	美丽田园 & AOXMED	美雅安缇超活年轻化系统		多维作用于皮肤老化的不同层面，内源帮助促进胶原，改善多种老化痕迹。	-	2023.03.04
----------	---------------	-------------	---	-----------------------------------	---	------------

资料来源：各品牌官旗，各品牌官方公众号，上海证券研究所

2.1.3 逸仙电商：完美日记母公司，单季度实现扭亏为盈

逸仙电商 22Q4 首次实现盈利，转型成效凸显护肤板块增长良好。公司发布 2022 年财报，公司收入实现 37.1 亿元，同比-36.5%，毛利润实现 25.2 亿元，同比-35.4%，净亏损 8.21 亿元。22Q4 收入实现 10.1 亿元，同比-34.19%，毛利润实现 7.15 亿元，同比-28.04%，净亏损为 0.55 亿元。不按美国通用会计准则（Non-GAAP）计算，22Q4 净利润可达 3470 万元，实现单季盈利。分业务板块看，护肤板块业务增速良好，打造第二增长曲线。2022 年护肤品品牌的净收入从去年同期的 8.55 亿元增长至 12.4 亿元，同比+45.2%，占总净收入的比例为 33.5%。分季度看，22Q4 护肤业务收入达到 4.7 亿元，22 年从 Q1 至 Q4，护肤业务占总营收比例从 20.5% 增长至 46.9%。分品牌看，达尔肤 DR.WU、科兰黎 Galenic、Eve Lom 三大品牌全年净收入总共增长了 99%，22Q4 合计收入同比+73%。公司正在逐步搭建护肤第二增长曲线，增强自身竞争力。

表 4：旗下主要品牌及代表产品

品牌	代表产品	图片	功效	价格
DR.WU	三重修护精华液		修复痘后红印、屏障受损泛红等	480 元/30ml
科兰黎 Galenic	1 号 VC 精华		抗氧化、焕亮肌肤	790 元/12 组
EVELOM	洁颜膏		保湿清洁、卸妆	490 元/50ml
完美日记	三色遮瑕膏		遮瑕	109 元/块

资料来源：各品牌天猫官旗，DR.WU 京东官旗，上海证券研究所

研发费率提高，研发成果相继应用。公司 2022 年研发费用率 3.4%，超出行业 2-3% 的平均范围，达到与国际品牌平均

1.5%-3.5%的研发费用率并肩水准。2022 年全年研发投入累计为 1.3 亿元，其中 22Q4 研发费用从去年同期的 4330 万元人民币下滑至 2510 万元人民币，减少的主要原因是计划进行研究和活动，以便将研究和费用维持在相对于净收入的合理水平。公司的研发成果相继应用在产品之中。彩妆产品中，完美日记遮瑕膏新品延用了与中科院化学所共同研发的 SmartLOCK 技术。护肤产品中，“靶向修红科技”和专研修护成分“肤源修 TransHealer”，应用在 DR.WU 三修精华、三修水乳中。另外，水杨酸纳米乳及其祛痘功效探究、基于 3D 全层人体皮肤模型中葡萄花细胞提取物对抗不同环境压力的能力研究，此两项科技成果已分别应用到 DR.WU 复合酸系列和 Galénic 雪藻系列等多款产品中。

引入重量级研发专家承静。公司公布 2022 年业绩数据时同步官宣新的首席科学官——承静，该决定自 2023 年 3 月 8 日起生效。首席科学官承静已拥有超 25 年美妆行业研发经验。2000 年至 2001 年 7 月就职于汉高集团；2001 年 7 月至 2005 年，其任职露华浓，领导中国地区的技术、质量控制等工作，此后，曾在雅诗兰黛工作了 17 年，担任高级管理和研发职位。2014 年起，被任命为雅诗兰黛集团亚太研发中心研发副总裁。加入逸仙电商后将助力公司研发，为公司未来业绩增长提供研发支撑与动力。

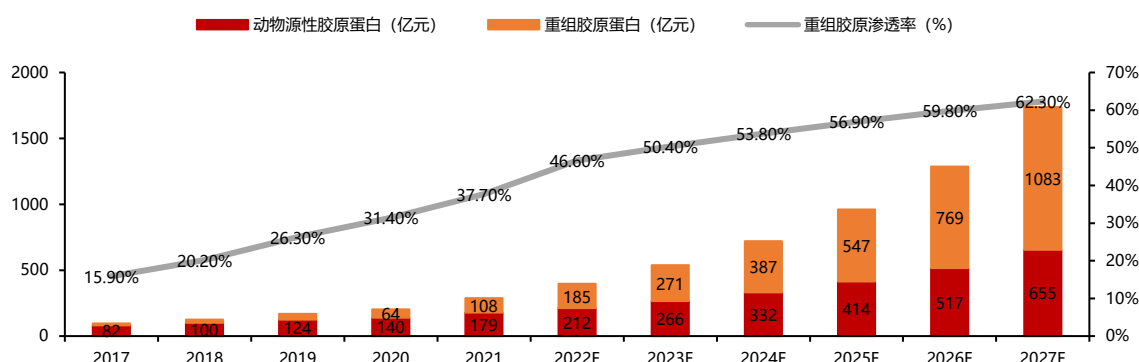
2.2 医美板块

2.2.1 江苏吴中：锚定医美生物科技创新，开拓胶原蛋白终端

应用

胶原蛋白风起，应用场景多，市场前景广阔。据弗若斯特沙利文数据显示，2021 年我国胶原蛋白市场规模已达 288 亿元，预计 2027 年行业终端市场规模有望突破 1700 亿元。随着我国胶原蛋白市场规模的不断扩大以及各类胶原蛋白产品的持续渗透，胶原蛋白行业迎来新的突破与发展，重组胶原蛋白已成为更优质、更有应用发展前景的新型胶原蛋白材料。2023 年 3 月 8 日，吴中美学举办了以“赋源新生，耀见未来”为主题的《婴芙源-胶原创新技术高峰论坛》。此次论坛中，专家阐述了三聚体胶原的可编程化智能设计理念。吴中美学管理层披露公司医美领域全产品线布局的规划，启动了浙江大学杭州科创中心“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”揭牌仪式。

图 7：2017-2027E 胶原蛋白市场规模



资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

图 8：婴芙源 - 胶原创新技术高峰论坛



资料来源：江苏吴中公众号，上海证券研究所

婴芙源注入新活力，逐步实现重组胶原蛋白“研-产-销”闭环。公司展示首款落地品牌婴芙源，并介绍了婴芙源重组 III 型人源化胶原蛋白在抗初老方面的临床应用。22 年 9 月婴芙源两款产品启动销售，公司以婴芙源起步，逐步实现重组胶原蛋白“研-产-销”闭环，和现有重组胶原技术不同，吴中美学独家引进美国三聚体结构的重组 III 型人源化胶原蛋白生物合成技术，该技术通过基因工程编辑成功表达具有天然全长的 III 型胶原蛋白序列，在完整的天然序列基础上形成了三聚体结构，使重组 III 型人源化胶原蛋白

在合成过程中形成更牢固、支撑性更好、更加不容易分解流失的胶原蛋白结构，持久力更强。婴芙源重组胶原蛋白生物修复敷料X型可联合医美光电类产品及其它美塑疗法产品使用。其重组III型人源化胶原蛋白纯度高，过敏率低，胶原蛋白浓度含量更适合亚洲肌肤；婴芙源M型在治疗完成后的修复、抗炎和锁水方面也有着显著效果。

2.2.2 远想生物：3大要素+5大核心研发平台，构建核心技术

原料及特色产品矩阵

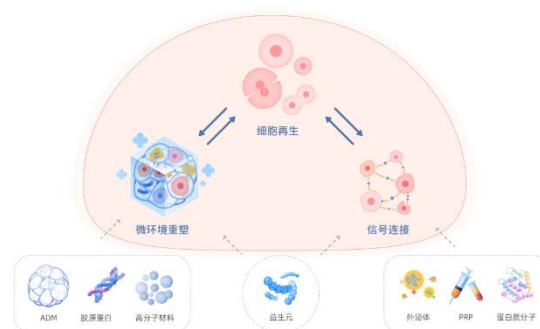
再生医美体系为公司未来发展方向。远想生物围绕再生医学“细胞、支架、信号”三大类型方向，构建了以“细胞再生、信号连接、微环境重塑”为三大关键要素的再生医美体系，实现组织新生或组织再生。其中，细胞再生是核心以及目标，而信号连接和微环境重塑是主要手段。信号是细胞端连接外界需求的核心桥梁，为细胞的持续焕新、代谢，提供营养物质及能量物质。微环境则是细胞的生存土壤，它的平衡或失衡影响着细胞的生存状态，为此需要通过不断地重塑，通过解构无序、重构有序，为细胞再生塑造良好的生存环境。

图 9：高等生物的再生能力越来越弱



资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

图 10：远想生物再生医美体系三要素



资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

围绕 3 大要素+5 大核心研发平台，构建核心技术原料及特色产品矩阵。远想生物 5 大核心研发平台包括再生生物材料平台、合成生物学平台、天然原料开发平台、功效检测技术平台、先进制剂配方平台。2020 年，公司投资近 2 亿成立医学研究院，聚焦于再生医学技术的研发及产业转化。研究院围绕再生医学的理念，从支架材料、干细胞种子和再生刺激因子三个维度开展核心技术研发。近三年来已申请专利 113 项、其中已获得国家专利局授权

68 件；已取得一、二类医疗器械生产许可证 5 个；27 款自研植物原料也成功取得备案，产品与研发优势明显。

1) 再生生物材料平台：研究院在高分子技术方面已经有多个三类医疗器械项目在研发中，该项目具有更优秀的生物相容性和稳定性，且产品在引导再生功效方面表现优秀。

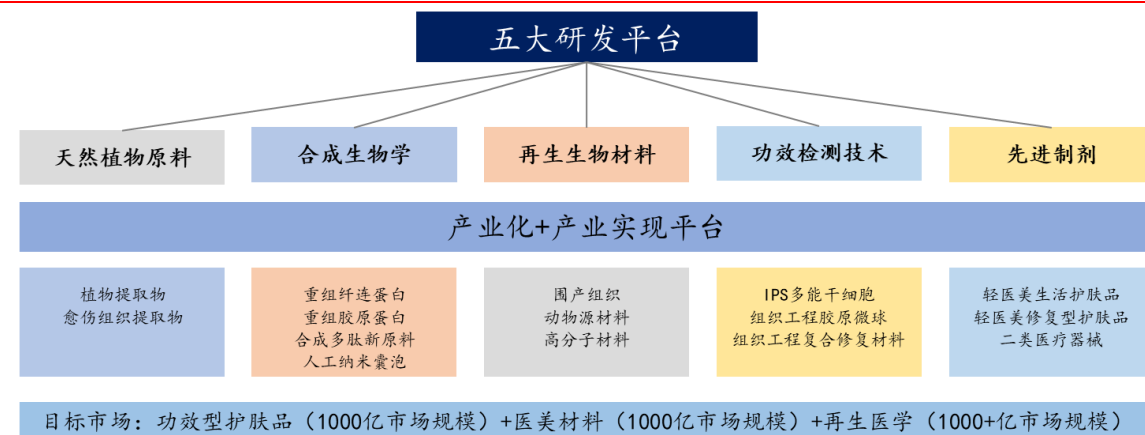
2) 合成生物学平台：研究院围绕再生医学三个核心方向进行研发，采用合成生物学技术，合成胞外基质和细胞刺激因子组建细胞微环境。

3) 天然原料开发平台：拥有成熟的天然原料提取纯化和功效测试的工艺体系，突破性解决了行业规模化植物外泌体制备的难题，而且为实现开发化妆品新原料和为再生医美领域的前端科技布局奠定优势基础。

4) 功效检测技术平台：公司已建立 3D 打印组织骨架技术，及多种干细胞培养和诱导分化技术，并开展一系列组织工程产品的开发，以人造耳朵为例，研发出更好的材料，更好的干细胞种子。

5) 先进制剂配方平台：研究院创新剂型研制、创新原料配伍研究、功效性制剂开发、医疗器械工艺研究、包装适配性考察等多项重要功能，将先进技术转化到产品中。

图 11：远想生物 5 大技术平台



资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

三大核心技术原料组成特色产品矩阵。核心原料的开发是研究院将先进技术转化到产品中的重要部分。公司基于再生医美体系开发的核心技术原料包括**益生元、外泌体、ADM**。

1) 益生元：能够影响微环境重塑和信号连接，进而影响细胞和组织。公司从欧洲顶级实验室引进多种超级益生菌，采用专研合成生物技术，研发出的多种不同超级皮肤益生元 LACTOB+，每种益生元各有独特核心信号因子及功效，针对性解决不同类型皮肤问题，调整皮肤微生态，更具优势。

请务必阅读尾页重要声明

2) 外泌体：作为无细胞的细胞治疗工具，主要作用在信号连接上。2022 年外泌体治疗产品首次进入国家经济发展规划，公司团队已成功构建了高表达双配体分子类外泌体纳米囊泡，并以此建立了外泌体功效成分解析平台、先进的植物细胞离体培养体系。为积极推进外泌体行业标准规范的建立，公司牵头成立了中国第一个外泌体产学研联盟，联合 10 多个企事业单位。

3) ADM：是一个有解构的胶原，相当于一个微环境。它所带来的再生是“原位再生”，其包含血管细胞等同于原组织，与玻尿酸的“占位”原理和胶原蛋白刺激物的“胶原新生”原理都不相同，是符合再生医美体系三要素的一款材料。

图 12：多种不同超级皮肤益生元 LACTOB+



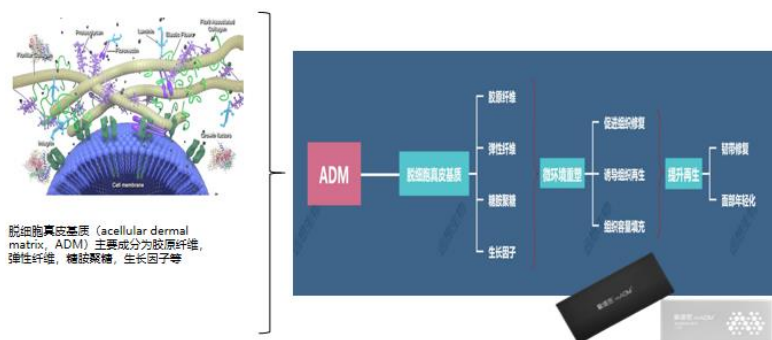
图 13：天然植物功效护肤——“森泌”系列



资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

图 14：ADM 的组成部分及作用



资料来源：远想生物公众号，上海证券研究所

3 行业要闻及公告

3.1 行业新闻

1. 华熙生物、科医人联合发布新品 M22 医用创面敷料

23 年 3 月 6 日，全球最大医疗激光提供商科医人（Lumenis）联合透明质酸领域龙头企业华熙生物发布新品 M22 医用创面敷料。此款新品基于科医人“三分光电，七分养护”的医美理念，应用华熙生物研发的医药级透明质酸（玻尿酸），着力满足求美者在接受激光治疗后的术后修复需求。M22 医用创面敷料新品的发布，不仅是科医人品牌边界的再拓宽，也意味着华熙生物加码布局医美领域术后护理赛道，有望打造全新增长曲线。（来源：医美行业观察）

2. 华东医药“减肥针”上市申请被暂停

23 年 3 月 9 日，国家药品监督管理局药品审评中心官网显示，受理号为 CXSS2200065 和 CXSS2200064 的利拉鲁肽注射液审评状态为“暂停”。两款药品均为华东医药（000963.SZ）在糖尿病领域布局的重磅产品，用于肥胖或超重适应症。3 月 9 日，华东医药方面回应红星资本局称，“公司利拉鲁肽注射液减肥适应症的审评因需要补充单项资料而暂停，为审评正常流程。此外，去年底的疫情对整体审评进度也有一定影响。公司预计此次暂停不会对该适应症的最终获批产生较大影响。”（来源：医美行业观察）

3. 香精、香料原料巨头德之馨 2022 业绩发布

23 年 3 月 8 日，德之馨发布 2022 年度财报。2022 年财年，德之馨的销售额达到 46.18 亿欧元（约合人民币 340 亿元），同比增长 20.7%；净收入为 4.06 亿欧元（约合人民币 29.87 亿元），同比增长 8.3%。（来源：青眼资讯）

4. 前欧莱雅中国区 CEO 任 LVMH 集团美妆部门高管

23 年 3 月 6 日，LVMH 集团正式任命 Stephane Rinderknech(中文名：斯铂涵)为美妆部门董事长兼首席执行官。同时，LVMH 集团还任命了娇兰负责人 Veronique Courtois 为 Dior 香水总裁兼首席执行官，Make Up For Ever 负责人 Gabrielle Saint-Genis Rodriguez 则接替他在娇兰的职位。（来源：聚美丽）

5. POLA 旗下两品牌倒闭

23 年 3 月 6 日，日本宝丽 POLA 集团发布《关于化妆品品牌“Amplitude”和“ITRIM”的终止通知》称，宝丽集团在其合并子公司株式会社 ACRO 2023 年 3 月 6 日召开的临时董事会上，作

出了终止化妆品品牌“Amplitude”（安铂俐）和“ITRIM”（依萃苓）的决议。关于倒闭的原因，《通知》表示，停止上述两个品牌的运营与宝丽集团实现品牌组合的改革，进一步提高盈利能力的大方向基本一致。（来源：中国化妆品）

6. 巴斯夫将在中德两国投资全新装置

23年3月7日，跨国化工巨头巴斯夫宣布在其位于中国湛江的一体化基地投资新建一座柠檬醛装置，并在德国路德维希港一体化基地投资新建薄荷醇和芳樟醇的下游装置。这些装置预计将从2026年起投产，以满足全球香精香料市场不断增长的需求，并推动巴斯夫实现可持续发展转型的坚定目标。投资完成后，巴斯夫柠檬醛的年产能将增至11.8万吨。（来源：中国化妆品）

7. Dior、Tom Ford Beauty 官宣中国彩妆代言人

23年3月7日，Dior 正式宣布演员迪丽热巴为品牌中国彩妆代言人，并发布由迪丽热巴出镜拍摄的广告大片。同日，Tom Ford Beauty 正式宣布演员舒淇为品牌香氛与彩妆形象大使，并发布舒淇照片。（来源：中国化妆品）

8. 韩国 COSMAX 科丝美诗推出定制化化妆品平台“3WAAU”

23年3月8日，COSMAX 科丝美诗表示，近来化妆品市场发展进入超个性化定制时代，本次推出的 3WAAU 平台通过 1 对 1 的针对性问卷，为定制者精确推荐 1260 万种配方组合中最适合需求的选择。3WAAU 已推出洗发水、护发素等护理产品，可以通过头皮屑、角质、脱发等护理需求进行针对性定制，实现了“1 个起订、24 小时内生产+配送”的便捷定制化服务。（来源：COSMAX 科丝美诗）

9. 四环医药子公司轩竹生物科创板 IPO 遭暂缓审议

23年3月8日，四环医药子公司轩竹生物科创板 IPO 遭暂缓审议。上海证券交易所上市审核委员会 2023 年第 6 次审议会议结果显示，轩竹生物科技股份有限公司（“轩竹生物”）（首发）：暂缓审议。（来源：医美行业观察）

10. 唯品会：38 节前一周美容仪销量同比增长 561%

23年3月7日，据唯品会数据显示，女性消费呈现出多种新变化，品质消费不断升级，健康消费渐成主流。同时，女性自我认同感更强，消费同时也呈现出日益精致化、舒适化的趋势。唯

品会数据显示，妇女节前一周，美妆用品也在 3.8 节前迎来销量增长，唯品会数据显示，节前一周，美容仪销量同比增长 561%。眼部精华销量同比增长近 30%，遮瑕、粉底等美妆用品销量均有 20% 左右的同比增长。（来源：功效护肤情报）

11. 韩国去年美容仪出口额破 3 亿美元创新高

23 年 3 月 5 日，韩国关税厅发布数据显示，2022 年韩国美容仪出口额破 3 亿美元大关，为 3.53 亿美元，同比增加 35.2%，创历史新高。（来源：医美行业观察）

12. 云南白药：董事长王明辉因个人原因辞职

23 年 3 月 6 日，云南白药公告称，王明辉因个人原因，申请辞去公司第十届董事会董事长、董事、董事会战略委员会委员以及在云南白药及其控股子公司的一切职务。截至 3 月 6 日，王明辉持有公司股份 100.8 万股。在董事会选举产生新任董事长前，由公司首席执行官（总裁）董明代为履行董事长职责，主持董事会日常工作，直至选举产生新任董事长为止。（来源：公司公告、医美行业观察）

13. 钟薛高切入妆品零售赛道

23 年 3 月 6 日，钟薛高发生工商变更，经营范围新增玩具销售；化妆品零售；组织文化艺术交流活动等。该公司成立于 2018 年 3 月，注册资本约 12 亿元人民币，法定代表人为林盛，由 Gloryseed HK Limited 全资持股。（来源：中国化妆品）

14. 深圳：医疗卫生机构科技成果转化收益全部留归单位

23 年 3 月 7 日，深圳市卫健委等单位发布《促进深圳市医疗卫生机构科技成果转化实施意见》。其中提出，科技成果转化收益全部留归单位，纳入单位预算，实行统一管理，不上缴国库。扣除对完成和转化科技成果作出重要贡献人员的奖励和报酬后，应当主要用于科学技术研发与成果转化等相关工作，并对技术转移机构的运行和发展给予保障。（来源：医美行业观察、深圳政府在线）

15. 莫娜丽莎 SOFT TYPE 透明质酸钠获 NMPA 批准上市

23 年 3 月 7 日，康哲药业控股有限公司旗下皮肤医美业务公司康哲美丽“MONALISA Lidocaine Filler 含利多卡因注射用交联透

明质酸钠凝胶”正式获得 NMPA 批准上市，注册证号：国械注进 20233130068。（来源：医美行业观察）

16. 鹏爱医美品牌升级盛典圆满落幕

23 年 3 月 8 日，鹏爱医美品牌升级盛典暨 2023 医美行业规范化倡议仪式在深圳鹏爱医疗美容医院盛大举行。鹏爱医美国际控股集团高层领导、中整协协会领导、全国战略合作厂商、行业大咖以及媒体伙伴相聚在深圳，一同见证鹏爱医美品牌战略升级，探索行业健康发展新理念，开启医美盛世新梦想。（来源：医美行业观察）

3.2 公司公告

● 业绩发布：

【爱美客】23 年 3 月 8 日，公司发布 22 年业绩报告：22 年公司实现营收 19.39 亿元，同比+33.91%；实现归母净利润 12.64 亿元，同比+31.90%；实现扣非后归母净利润 11.97 亿元，同比+30.92%；实现经营性现金流 11.94 亿元，同比+26.64%。其中，22Q4 单季度实现营收 4.49 亿元，同比+5.80%；实现归母净利润 2.71 亿元，同比+8.95%。1) 毛利率/净利率方面：毛利率 94.85%，同增 1.15pcts；净利率 65.38%，略降 0.74pcts。2) 费用率方面：销售/管理/研发费用率分别为 8.39%/15.40%/8.93%，同比分别-2.42pcts/+3.86pcts/+1.86pcts。管理费用较大增长主要为港股上市服务费和人工费增加。

【逸仙电商】23 年 3 月 8 日发布 2022 年第四季度业绩报告，公司第四季度实现营收 10.1 亿元，Non-GAAP 净利润 3468 万元，净利润率为 3.4%，实现上市后首次 Non-GAAP 盈利。此外，护肤业务持续强劲增长，第四季度实现营收 4.7 亿元，同比增长 42.4%，占总营收比例上升至 46.9%。财报显示，第四季度运营费用同比下降 47%，公司毛利率持续上升，第四季度毛利率稳步提升至 71.1%，销售和市场费用率从上年同期的 70.7%降至 53.2%。

【汉高集团】23 年 3 月 7 日，披露 2022 年全年财报业绩报告。报告显示，公司在 2022 年全年销售额达到 223.97 亿欧元（约合人民币 1646 亿元），有机增长 8.8%；营业利润下降 13.7%至 23.19 亿欧元（约合人民币 170 亿元）。其中，美容护理事业部销售额同比下降 2.6%至 37.75 亿欧元（约合人民币 277 亿元）。

【德之馨】23年3月8日发布2022年度财报。2022年财年，德之馨的销售额达到46.18亿欧元（约合人民币340亿元），同比增长20.7%。其中，香氛护理板块的销售额为17.06亿欧元（约合人民币125.4亿元），同比增长14.4%。其中，收购Sensient、Néroli和Romani的香水业务为该部门的销售额贡献了约5500万欧元（约合人民币4.04亿元）。香氛护理板块的盈利能力在2022年为2.91亿欧元（约合人民币21.4亿元），同比增长3.0%。

● 其他公告：

【爱美客】23年3月8日，公司发布2023年第一期限制性股票激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票总量不超过41.73万股，约占总股本的0.19%。其中，首次授予限制性股票及预留限制性股票各占80%、20%，计划授予价格为282.99元/股。本次激励计划首次授予的激励对象总人数共计141人，为公司董事、高管、中层管理及核心技术人员。考核目标以2022年营收为基数，2023-2025年营收增长率不低于45%/103%/174%；或以2022年净利润为基数，2023-2025年营收增长率不低于40%/89%/146%。

【珀莱雅】23年3月8日，发布关于不提前赎回“珀莱转债”的公告。公司董事会结合当前市场情况及公司实际情况，决定本次不行使“珀莱转债”的提前赎回权利，不提前赎回“珀莱转债”。且在未来十二个月内（即2023年3月9日至2024年3月8日），若“珀莱转债”触发赎回条款，公司均不行使提前赎回权利。

【鲁商发展】23年3月8日发布公司重大资产出售暨关联交易实施情况报告书(第一批次)。本次交易标的资产为上市公司及其全资子公司鲁健产业、鲁商健康持有的鲁商置业100%股权、新城镇100%股权、创新发展100%股权、菏泽置业100%股权、临沂地产100%股权、临沂置业51%股权、临沂金置业44.10%股权、临沂发展32%股权，以及上市公司对标的公司及其下属公司的全部债权。本次交易完成后，上市公司将置出从事房地产开发业务的全部资产及负债，上市公司不再从事房地产开发相关业务。

【嘉必优】23年3月8日，发布公司原持股5%以上股东集中竞价减持股份数量过半暨减持进展公告。截至23年3月6日，贝优有限通过集中竞价方式累计减持公司股份63.37万股，减持比例为0.53%，减持总金额为3292.03万元，本次减持计划数量过半，减持后贝优当前持股数量为100.45万股，当前持股比例为0.84%。

【昊海生科】23 年 3 月 6 日，发布股东减持股份进展公告。公司收到楼国梁先生出具的《关于股份减持进展的告知函》，根据本次减持计划，楼国梁先生累计减持 55.42 万股，占公司股份总数的 0.32%。本次减持计划减持数量已经过半，减持计划尚未实施完毕。

【上美股份】23 年 3 月 8 日发布修订公司章程公告，于部分行使超额配股权后，本公司的注册股本及股份总数分别变更为人民币 3.98 亿元及 3.98 亿股。为反映本公司的注册股本及股本结构的相关变动，已对本公司公司章程进行相应修订。

【若羽臣】23 年 3 月 8 日，发布关于公司获得高新技术企业证书的公告。公司自本次获得高新技术企业资格后，则连续三年享受国家关于高新技术企业的相关税收优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。鉴于公司 2022 年度已按 15% 的税率预缴企业所得税，本次通过高新技术企业再次认定所获税收优惠政策不会对 2022 年度经营业绩产生影响。

【朗姿股份】23 年 3 月 9 日，发布关于为全资子公司提供担保并接受关联方担保的公告。同意 2022 年度公司及其控股子公司的对外担保总额不超过 25.7 亿元，其中对资产负债率未超过 70% 的控股子公司担保额度为 25.1 亿元，对资产负债率超过 70% 的控股子公司担保额度为 0.6 亿元。

4 风险提示：

消费市场持续低迷；新品推出不及预期；行业需求复苏低于预期；政策推进不及预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力加大；上市公司治理风险；第三方数据统计口径差异风险；重要股东减持风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。