

本土眼部护理龙头 彩妆驱动高增长

——丸美股份 (603983.SH) 首次覆盖报告

美容护理/化妆品



投资摘要：

发展逻辑：战略转型初见成效 研发实力赋能品牌发展 第二增长曲线凸显

- ◆ **线上渠道铺设成功。**2023年H1，公司线上渠道实现营业收入8.45亿元，收入占比79.78%，同比增长58.97%，以抖音为主的线上直营同比增长119.53%，线上转型战略初现成效。
- ◆ **第二增长曲线凸显。**2021年7月公司推出爆款产品“看不见粉底液”，凭借，迅速获得市场认同，高品质极简底妆心智稳步构建，依托差异化产品路线在流量成本日趋高涨的外部环境下实现销量与盈利双增长。2023年H1，第二品牌PL恋火实现收入3.07亿，占丸美营收的29%，同比超速增长211.42%。线上业务方面，618期间，恋火线上销售同比增长327%，抖音、快手增长超4倍。
- ◆ **研发实力赋能品牌发展。**公司发现了重组双胶原蛋白与天然胶原蛋白呈现出高度相似的三螺旋结构，以1:1配比嵌合I型和III型胶原蛋白。丸美围绕重组双胶原蛋白这一核心成分，对整个产品体系进行了重塑，淘汰了200个SKU。丸美在“小红笔眼霜”和“小金针次抛精华”两大超级单品加入了重组胶原蛋白成分，使产品得到了全面的升级。此外，丸美还推出了重组胶原蛋白产品系列，并推出了相应的新品。借助重组胶原蛋白这一成分，公司对旗下产品进行了升级。
- ◆ **重视流量运营，助推品牌强势出圈。**邀请明星、网红代言，实现百亿曝光。丸美营销重视与用户产生共鸣，营销多次破圈。围绕特定群体，丸美设计了独特的品牌营销方案。通过高曝光、广种草、强转化，打造全方位营销体系。

成长逻辑：产品矩阵丰富+重视研发+建设线上自播业务+深耕高增长领域

- ◆ **产品矩阵丰富，覆盖多元抗衰需求。**产品布局聚焦胶原蛋白、胜肽等抗衰老成分，其中双胶原系列、弹力蛋白凝时系列致力于应对衰老引起的各类胶原蛋白流失；红钻多态系列与小红笔家族系列针对熬夜修复；另有巧克力焕颜丝滑系列、多肽蛋白臻颜系列等结构性抗衰产品，产品矩阵丰富，涵盖不同价位与用户需求。恋火旗下有“看不见”、“蹭不掉”、“星钻”三大产品系列，“看不见”系列为干皮专研，“蹭不掉”系列为油皮专研，满足不同的肤质客户的需求。“星钻”系列为线下专享产品，定位高端路线，与前两大系列形成互补，或未来恋火进军高端底妆市场奠定基础。
- ◆ **线上推动品牌自播，线下多元化发展。**2022年，公司的自播全年占比超过达播，对达人的依赖度逐渐降低，在流量成本增加的趋势下有望进一步降低线上营销成本；天猫逐季优化，直播渗透率有明显提升。2023年H1，公司线上渠道实现营业收入8.45亿元，收入占比79.78%，同比增长58.97%，以抖音为主的线上直营同比增长119.53%，线上转型战略初现成效。线下渠道稳步推进，提升用户消费体验感，如主打以艺术家IP联名套盒、恋火品牌进驻调色师、KKV等千个线下网点，强化线下体验，提高用户忠诚度与品牌效应。
- ◆ **进军医美领域，铺设未来业绩点。**9月23日，丸美首款重组胶原蛋白[械字号]产品发布，专注医美术后/创面护理，开启胶原直充新时代，预计2026年丸美生物将推出重组胶原蛋白水光针三类医疗器械产品；2028年将推出重组

评级

买入（首次）

2023年11月20日

孔天祐

分析师

SAC执业证书编号：S1660522030001

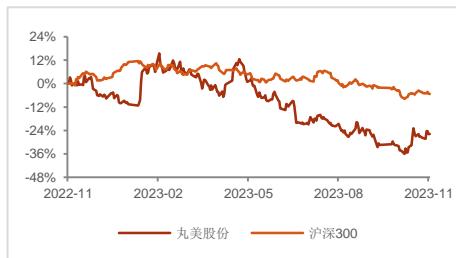
18624107608

交易数据

时间 2023.11.17

总市值/流通市值 (亿元)	107.27/107.27
总股本 (万股)	40,100.0
资产负债率 (%)	18.03
每股净资产 (元)	8.13
收盘价 (元)	26.75
一年内最低价/最高价 (元)	22.96/41.77

公司股价表现走势图



资料来源：Wind, 申港证券研究所

胶原蛋白填充类三类医疗器械产品；2030年将推出重组胶原蛋白人工角膜和人工关节；2032年将推出第一款重组胶原蛋白3D打印的人体器官。重组胶原蛋白将推动公司开发医美业务线，打造业绩新增长点。

- ◆ **抗衰老市场规模继续扩大，抗衰老护肤品市场潜在需求旺盛。**2016年至2021年，全球抗衰老市场规模从1500亿美元增长至2236亿美元，增长了735亿美元，增长率达49%。国内用户对于抗衰老需求强烈，同时间段内，中国抗衰老市场规模增长了50.3亿美元，增速高达86%，我国抗衰老市场规模增速高于全球增速，加之老龄化趋势加深，我国抗衰老市场有望进一步增大。
- ◆ **眼部和面部为抗衰老关注重点，眼部护理市场呈现中高端走向。**消费者抗衰老追求局部精细化，进行分区抗衰老，主要部位有眼部、面部、前额、颈部、唇周。在抗衰老部位上，更为关注眼部和面部，针对这些部位的护理。除面部护理外，眼部护理已在消费市场位居第二，在整个行业占额逐渐增多，整体市场潜力较大。

投资建议：预计公司2023年~2025年EPS分别为0.76元、1.09元、1.46元，当前股价市盈率分别为35.05倍、24.49倍、18.32倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：主要原材料价格波动风险、汇率波动风险、环保风险、销售不及预期风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,787.03	1,731.72	2,318.02	3,028.14	3,526.04
增长率 (%)	2.41%	-3.10%	33.86%	30.63%	16.44%
归母净利润 (百万元)	247.92	174.18	306.42	438.53	586.26
增长率 (%)	-46.61%	-29.74%	75.92%	43.11%	33.69%
净资产收益率 (%)	8.04%	5.46%	9.19%	12.46%	15.55%
每股收益(元)	0.62	0.43	0.76	1.09	1.46
PE	43.15	62.21	35.05	24.49	18.32
PB	3.49	3.37	3.22	3.05	2.85

资料来源：wind，申港证券研究所

内容目录

1. 九美股份：深耕抗衰领域 坚定战略转型	5
1.1 眼部护理起家 深耕抗衰领域	5
1.2 公司股权集中 打造核心电商团队	6
1.3 战略转型初见成效 修复已如期而至	6
2. 九美品牌深耕抗衰领域 打造全面产品矩阵	8
2.1 抗衰市场潜在需求较大 眼部抗衰为重点细分赛道	8
2.1.1 抗衰老市场规模继续扩大 抗衰护肤品市场潜在需求旺盛	8
2.1.2 眼部和面部为抗衰关注重点 眼部护理市场呈现中高端走向	9
2.2 产品系列矩阵丰富 大单品战略已见成效	10
2.3 核心技术领跑 研发实力强劲	15
2.4 重视流量运营 助推品牌出圈	18
2.4.1 明星代言+高端媒体合作 网络运营强势出圈	18
2.4.2 高曝光、广种草、强转化 打造全方位营销体系	19
3. 恋火打造第二增长曲线 营销助推品牌成长	19
3.1 国货底妆产品竞争力强劲 底妆市场增长空间大	19
3.2 底妆产品带动营收增长 大单品战略贯彻成功	22
4. 春纪专注敏感肌研发 定位大众护肤	24
5. 线上渠道全面发力 线下渠道稳步推进	25
6. 布局医美领域 铺设未来增长空间	28
7. 盈利预测与估值	29
7.1 核心假设	29
7.2 盈利预测	30
7.3 估值	30
8. 风险提示	30

图表目录

图 1： 九美股份发展历史	5
图 2： 九美公司股权结构	6
图 3： 公司营业收入及同比增长 (亿元, %)	6
图 4： 公司归母净利润及同比增长 (亿元, %)	6
图 5： 2018-2023 年 H1 公司各主营业务营业收入占比 (%)	7
图 6： 九美股份 2018-2023 年 Q1-Q3 毛利率、净利率 (%)	7
图 7： 九美股份 2018-2023 年 Q1-Q3 费用率 (%)	7
图 8： 全球和国内抗衰老市场规模及增速 (亿美元, %)	8
图 9： 2022 年中国消费者进行抗衰老的途径 (%)	8
图 10： 2022 年中国消费者开始关注抗衰老的年龄 (%)	8
图 11： 化妆品护肤类消费分类情况 (%)	9
图 12： 中国&美国眼部护理市场销售额 (百万美元)	9
图 13： 中国和美国眼部护理市场产品平均价格 (毫升/美元)	9
图 14： 2022 年眼部护理细分品类销售额占比 (%)	10
图 15： 2020-2022 眼部护理市场规模 (亿元, 百万)	10
图 16： 2023.05 淘宝天猫眼霜价格分布 (%)	10
图 17： 2022-2023.9 年九美品牌天猫均价变动 YOY (%)	14

图 18: 2017-2027 (预计) 中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分 (十亿元, %)	16
图 19: 丸美发布 11 类器械新品.....	18
图 20: 丸美邀请明星代言.....	19
图 21: 丸美邀请多位网红宣传.....	19
图 22: 2022 年中国消费者常用彩妆品类调查 (%)	20
图 23: MAT2022 底妆子品类份额比较 (%)	20
图 24: 2016-2025 年中国底妆市场规模及增速 (亿元, %)	20
图 25: 2023. 4. 22-2023. 5. 21 小红书热搜词互动人群年龄 (%)	21
图 26: 2023. 4. 22-2023. 5. 21 抖音关键词互动人群年龄 (%)	21
图 27: 2018-2023H1 恋火品牌营收占比 (%)	23
图 28: 2015-2018 年恋火品牌线上销售额占比 (%)	23
图 29: 春纪品牌发展历程.....	24
图 30: 丸美股份线上渠道转型过程	26
图 31: 丸美线上线下收入及 YOY (亿元、%)	26
图 32: 丸美天猫“3. 8”大促&“6. 18”大促表现 (百万, %)	27
图 33: 丸美抖音“3. 8”大促&“6. 18”大促表现 (百万, %)	27
图 34: 丸美首款重组胶原蛋白[械字号]产品	29
 表 1: 丸美公司旗下品牌概览	5
表 2: 丸美品牌产品系列介绍	11
表 3: 各品牌眼部护理产品对比.....	12
表 4: 丸美股份热销单品介绍	13
表 5: 一代&二代小红笔对比	14
表 6: 2021-2022 丸美品牌天猫旗舰店 TOP5 产品变化.....	15
表 7: 丸美五大研发中心.....	15
表 8: 重组胶原蛋白“产学研医检”协同平台的内涵.....	16
表 9: 重组胶原蛋白在产品中的应用.....	17
表 10: 丸美推出部分态度短片	18
表 11: MAT2023 天猫面部底妆销售额 TOP20 品牌.....	21
表 12: 恋火品牌产品系列	22
表 13: 2021-2022PL 恋火品牌天猫旗舰店 TOP5 产品	23
表 14: 国产热门美妆品牌底妆产品对比	24
表 15: 春纪品牌旗下核心单品简介	25
表 16: 2023 年 1 月天猫+抖音增长最快的品牌	27
表 17: 丸美旗下基金投资公司简介	28
表 18: 丸美股份盈利预测拆分.....	29
表 19: 丸美股份可比公司估值表	30
表 20: 公司盈利预测表	32

1. 丸美股份：深耕抗衰领域 坚定战略转型

1.1 眼部护理起家 深耕抗衰领域

护肤彩妆齐发力，品牌观念深入人心。公司以皮肤科学和生物科学研究为基础，自成立以来主要从事各类型化妆品的研发、设计、生产、销售及服务。自 2002 年公司创立起，丸美深耕眼部护理领域，2007 年推出弹力蛋白眼霜，并凭借“弹弹弹，弹走鱼尾纹”广告语强势出圈，打下良好国民基础。2013 年，丸美获得 LVMH 旗下 L Capital 基金战略投资，打开了丸美的品牌资源与国际视野，并于 2019 年 A 股上市。2017 年收购韩国彩妆品牌恋火，布局彩妆领域，目前，恋火品牌已成为公司业绩增长重要动力。当下，丸美已是国内眼部护理及抗衰行业的重要企业。

图1：丸美股份发展历史



资料来源：丸美股份招股说明书，化妆品报《20 年专“眼”抗衰，丸美还有更大的野心 / 逐梦者⑥》，CBO focus《丸美 X 天猫小黑盒首发“小红笔眼霜”，上新就出圈靠什么？》，化妆品观察品观《丸美：韧性在左，进化在右》，丸美官网，申港证券研究所

差异化品牌定位，满足不同消费需求。公司旗下主要品牌有“丸美”“春纪”“恋火”，以差异化的品牌定位，满足不同消费需求。“丸美”，20 年护肤品牌，聚焦眼部，深耕抗衰，定位中高端，被誉为“眼部护理大师”，并连续 8 年被行业媒体评选为“抗衰老品类 TOP1”，目前已成为国产中高端定位并具规模的头部品牌。“恋火”，新锐彩妆品牌，擅长底妆，崇尚高质和极简。“春纪”，以食萃科研，敏肌适用为理念，定位大众化功能性护肤。

表1：丸美公司旗下品牌概览

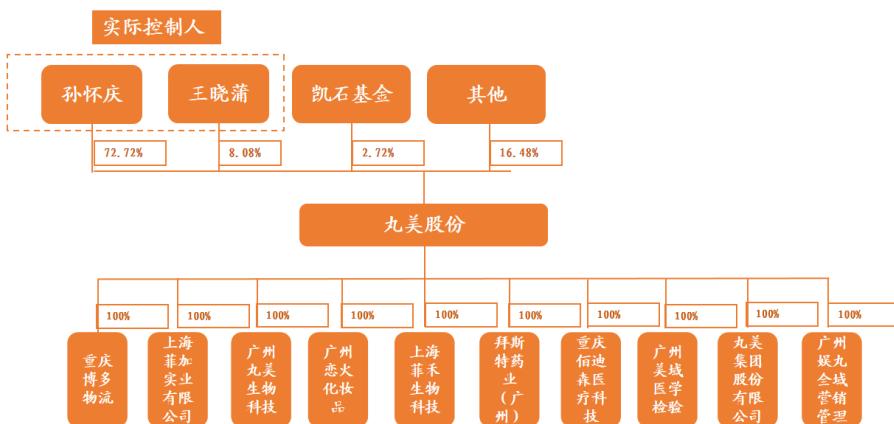
品牌	品牌图片	应用领域	品牌定位	价格区间(元)
丸美		聚焦眼部，深耕抗衰领域	中高端护肤	70-1288
恋火		专注彩妆，深耕底妆产品	新锐彩妆	78-386
春纪		食萃科研，深耕敏肌适用产品	大众化功能性护肤	50-198

资料来源：丸美股份 2022 年年报，丸美天猫旗舰店，恋火天猫旗舰店，春纪天猫旗舰店，申港证券研究所

1.2 公司股权集中 打造核心电商团队

公司股权集中。截止 2023Q3 末，创始人孙怀庆和妻子王晓蒲分别持股 72.72% 和 8.08%，合计持有公司股份 80.8%，凯石基金持股 2.72%，股权结构集中。

图2：丸美公司股权结构



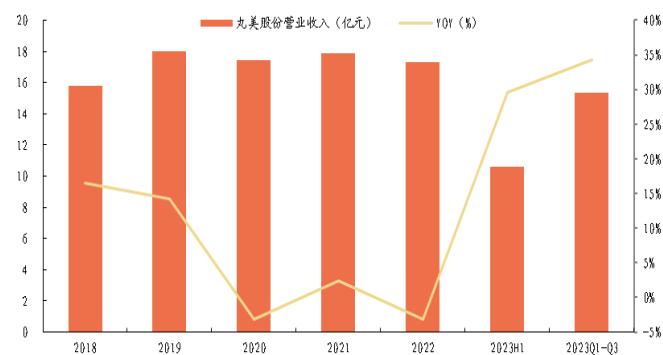
资料来源：wind, 丸美股份 2023 第三季度报, 申港证券研究所

电商负责人王熙雯上任，坚定线上渠道转型。2022 年 11 月，公司聘任王熙雯女士为电商部总经理及总裁助理，加大力度发展电商板块业务，加快布局天猫、抖音等线上市场。王熙雯女士拥有美妆行业十二年工作经验，从零售（丝芙兰）到线上平台（当当、淘宝&天猫）拥有 10 年+美妆业务团队搭建及管理经验，有望带领公司于线上品牌力塑造方面再上新台阶。

1.3 战略转型初见成效 修复已如期而至

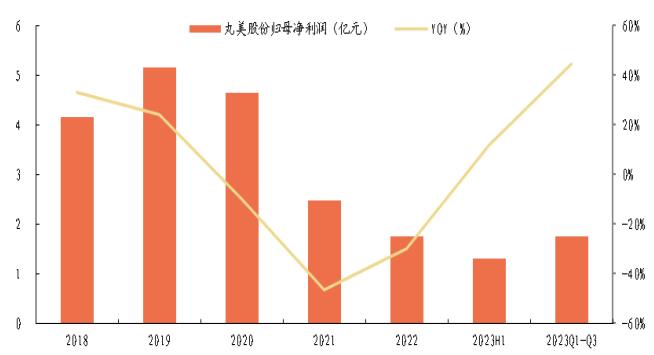
公司渠道转型成功，营收恢复原有增长态势。2017-2019 年，公司营收复合增长率在 15.4%，归母净利润复合增速在 28.5%，增长态势强劲。2020-2022 年受宏观因素影响，业绩承压，2022 年公司营收同比下滑 3.1%，归母净利润下滑 30%。2023 年随宏观政策的调整，公司推动线上渠道转型，加之第二品牌恋火的爆火，公司业绩回暖。2023Q1-Q3，公司营收为 15.36 亿，同比增长 34.34%，归母净利润同比增长 44.84%，业绩恢复了原有增长态势。

图3：公司营业收入及同比增长（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD, 申港证券研究所

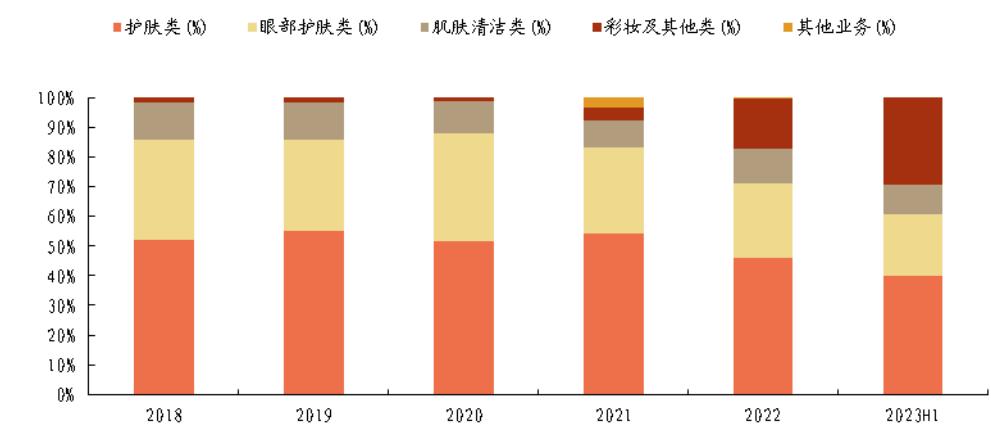
图4：公司归母净利润及同比增长（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFinD, 申港证券研究所

打造第二极增长曲线，恋火品牌销量增长迅猛。在公司各主营业务中，2018-2023H1，护肤类及眼部护理类收入占主营业务收入的 61%-88%。美妆类产品次之，在2%-29%左右。近年随着公司多品牌并进战略的推行，极力打造“PL 恋火”，公司美妆类产品营收迅速增长。截止 2023 年 H1，美妆类产品营收占比已达到 29%，同比增长 201%。第二品牌 PL 恋火实现收入 3.07 亿，同比超速增长 211.42%，战略初见成效。

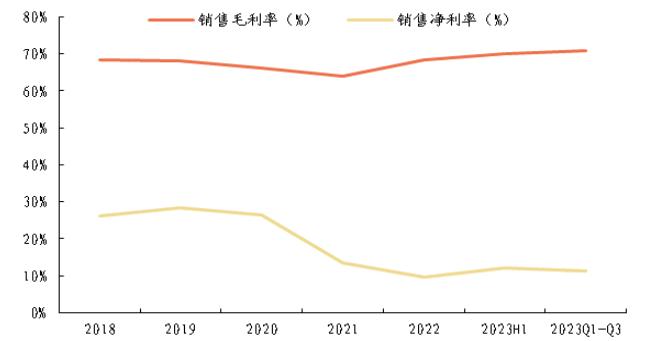
图5：2018-2023 年 H1 公司各主营业务营业收入占比 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

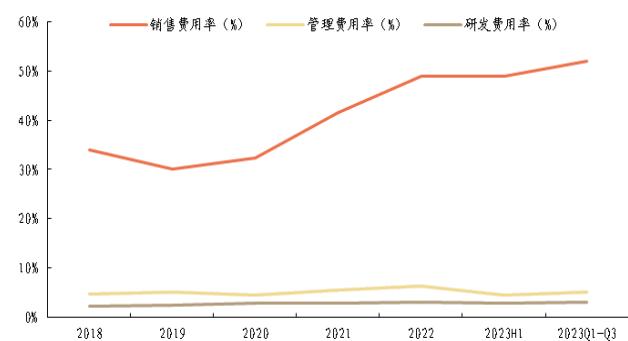
大单品策略见效，利润修复如期而至。2023 年 Q1-Q3 公司毛利率/净利率分别为 70.84%/11.31%，同比+2.87/0.82pct，利润修复如期而至，主要系公司简化大单品，淘汰了透支品牌的低价产品。毛利率创历史新高系销售模式由经销向自营切换，进而提升了公司毛利率。公司 23 年 Q1-Q3 销售费用为 7.95 亿元，同比增加 48.78%，主要系公司处于线上转型成效固化关键期需要持续保持投入加之线上竞争激烈流量成本高涨所致。

图6：丸美股份 2018-2023 年 Q1-Q3 毛利率、净利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

图7：丸美股份 2018-2023 年 Q1-Q3 费用率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，申港证券研究所

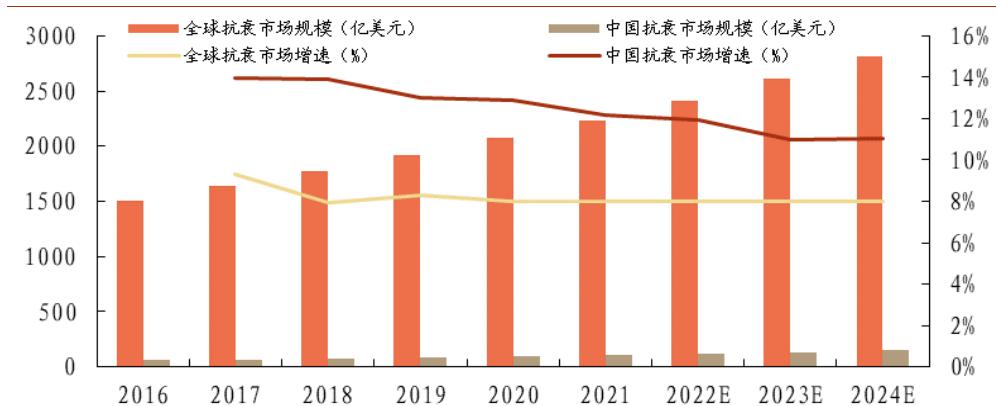
2. 丸美品牌深耕抗衰领域 打造全面产品矩阵

2.1 抗衰市场潜在需求较大 眼部抗衰为重点细分赛道

2.1.1 抗衰老市场规模继续扩大 抗衰护肤品市场潜在需求旺盛

全球抗衰老市场规模持续增长，中国抗衰市场扩容明显。根据Euromonitor统计，2016年至2021年，全球抗衰老市场规模从1500亿美元增长至2236亿美元，增长了736亿美元，增长率达49%。国内用户对于抗衰老需求强烈，同时间段内，中国抗衰市场规模增长了50.3亿美元，增速高达86%。此外，对比看出，我国抗衰市场规模增速高于全球增速，加之老龄化趋势加深，我国抗衰市场有望进一步增大。

图8：全球和国内抗衰老市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：Zion Market Research, Euromonitor, 日化智云公众号《2022 中国抗衰老市场的需求演变与趋势、潜力原料和创新成分》，申港证券研究所

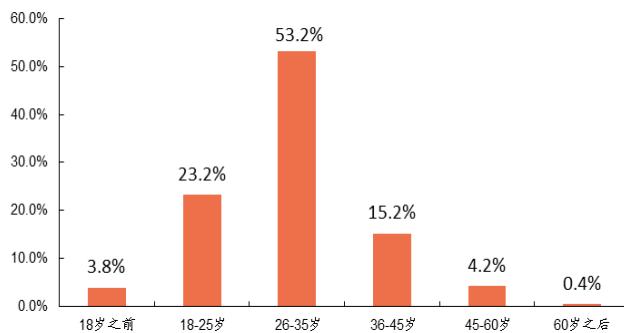
使用护肤品为抗衰老市场的主要途径，抗衰老市场呈现年轻化趋势。据艾媒咨询统计，2022年我国消费者开始关注抗衰老的年龄段集中在26-35岁，占比高达53.2%，整体市场呈现年轻化趋势，潜在用户充足。此外，使用护肤品为主流的抗衰老途径之一，占比达到62.4%。据此，我们推测未来抗衰护肤品市场有较大增长空间。

图9：2022年中国消费者进行抗衰老的途径（%）



资料来源：艾媒数据中心，艾媒咨询《2022-2023年全球与中国抗衰老行业发展及消费者需求研究报告》，申港证券研究所（截止 2022.5）

图10：2022年中国消费者开始关注抗衰老的年龄（%）

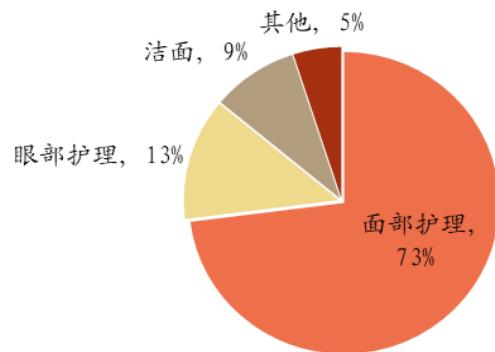


资料来源：艾媒数据中心，艾媒咨询《2022-2023年全球与中国抗衰老行业发展及消费者需求研究报告》，申港证券研究所（截止 2022.5）

2.1.2 眼部和面部为抗衰关注重点 眼部护理市场呈现中高端走向

消费者抗衰追求分区抗衰，更重视眼部和面颊护理，眼霜为主流单品。消费者抗衰追求局部精细化，进行分区抗衰，主要部位有眼部、面部、前额、颈部、唇周。在抗衰部位上，更为关注眼部和面颊，针对这些部位的护理。2021年，除面部护理外，眼部护理已在消费市场位居第二，在整个行业占额逐渐增多，整体市场潜力较大。

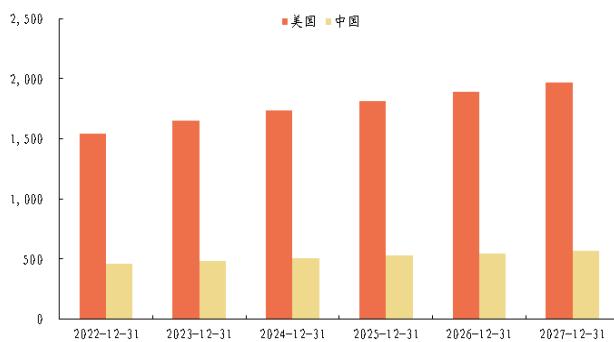
图11：化妆品护肤类消费分类情况（%）



资料来源：用户说品牌《坐拥优质产品内容，各大品牌眼霜精准渗入美颜市场》，申港证券研究所

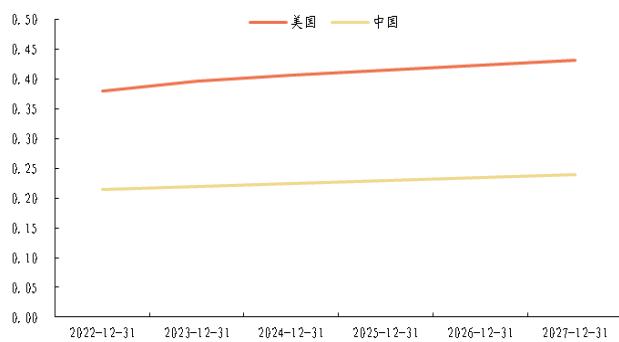
中国眼部护理市场还有较大增长空间。据欧睿咨询2023年7月份数据预计，截止2022年，中国眼部护理市场销售额为4.62亿美元，美国为15.46亿美元，中国眼部护理市场还有较大的增长空间，且据欧睿咨询预计，2027年，中国眼部市场销售额将达到5.65亿美元。对比2022年中美眼部护理市场产品平均单价，美国市场为0.38ml/美元，中国市场为0.22ml/美元，两者存在一定差距。随我国眼部护理市场朝高端化转型，眼部护理市场平均单价会有一定抬升，市场还存有较大增量。

图12：中国&美国眼部护理市场销售额（百万美元）



资料来源：欧睿资讯，萝卜投研，申港证券研究所

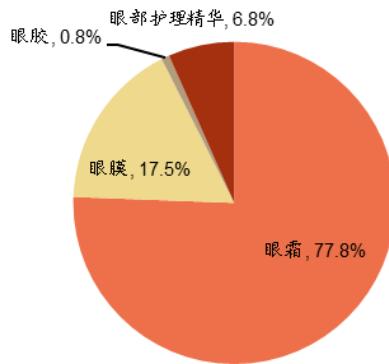
图13：中国和美国眼部护理市场产品平均价格（毫升/美元）



资料来源：欧睿资讯，萝卜投研，申港证券研究所

眼霜为眼部护理主要产品，油类产品增长迅速。根据魔镜情报数据，2022年，眼霜是眼部护理市场的主流品类，占整体市场总额的77.8%；其次为眼膜，与眼霜相比占比差距明显，只占总额的17.5%，且同比略有下滑。2023年6月，天猫眼霜市场份额占比87%，同比上涨9%左右，眼膜类产品同比下滑1.9%，眼霜市场份额占比呈上升趋势。

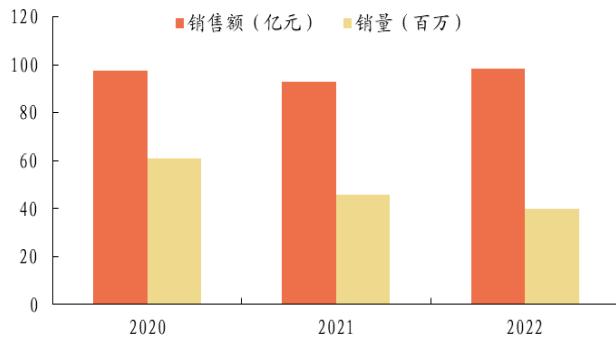
图14: 2022年眼部护理细分品类销售额占比 (%)



资料来源: 魔镜情报, 萝卜投研, 申港证券研究所

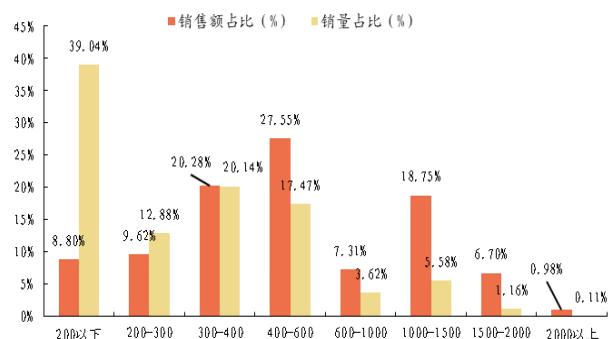
眼部护理产品均价日益提升。消费者对眼部护理日益关注, 2023年6月, 天猫眼部护理市场销售额达到了14.7亿。截至2022年, 眼部护理市场平均单价由2020年的160.7元提升至246元, 增长速度达53%, 整体市场呈现“额升量减”态势。2023年5月, 单价300-600的眼霜产品占市场销售额48%左右, 据此我们估计, 未来眼部护理市场均价会继续上升, 中高端产品会占据主流市场。

图15: 2020-2022眼部护理市场规模 (亿元, 百万)



资料来源: 美业颜究院《2023线上眼部护理市场分析及趋势洞察》, 申港证券研究所

图16: 2023.05淘宝天猫眼霜价格分布 (%)



资料来源: 天猫淘宝, 用户说了《眼部护理增长200%+? 逆龄科技? 生物新活? /2023眼部护理报告》, 申港证券研究所

2.2 产品系列矩阵丰富 大单品战略已见成效

丸美拥有九大产品系列, 覆盖多元化抗衰需求。经过多年发展, 公司已针对不同美容护理需求形成丰富产品矩阵。产品布局聚焦胶原蛋白、胜肽等抗衰老成分, 其中双胶原系列、弹力蛋白凝时系列致力于应对衰老引起的各类胶原蛋白流失; 红钻多态系列与小红笔家族系列针对熬夜修复; 另有巧克力焕颜丝滑系列、多肽蛋白臻颜系列等结构性抗衰产品, 产品矩阵丰富, 涵盖不同价位与用户需求。

表2：九美品牌产品系列介绍

产品系列	产品图	成分	功效	产品价格 (元)
丸美红钻多肽系列		乙酰基六肽-8 (淡化动态表情纹) 棕榈酰四肽-7 (修护肌肤老化) 棕榈酰三肽-1 (肌肤饱满有弹性) 乙酰基四肽-2 (提升皮肤紧实度)	紧致轮廓、嫩弹脸颊、淡化细纹	338-518
丸美双胶原系列		I型胶原-紧致淡纹 III型胶原-饱满充盈	紧致轮廓、嫩弹脸颊、淡化细纹	288-798
丸美小红笔家族系列		三肽-10 (激活肌肤弹韧)、九肽-1 (肌肤细腻亮泽)、增效型六肽-8 (多层次紧塑轮廓)、红蝎素 EX (靶点协同起效减少肌肉收缩频率, 覆盖皱纹全通路)	修护受损、改善肌肤因缺水引起的粗糙细纹	199-498
丸美巧克力焕颜丝滑系列		红石榴提取物、荔枝果提取物、莲花提取物	提升皮肤紧致度、细腻度、水润度	168-338
丸美晶致赋颜奢宠系列		乙酰基六肽-8、4T 胶原抗皱肽、香根 鸢尾原生能量精 粹、烟酰胺、棕榈 酰三肽-1、棕榈酰 三肽-7、海茴香原 生能量精粹	紧致肌肤淡化纹路、提升促 新陈代谢	438-638

产品系列	产品图	成分	功效	产品价格 (元)
丸美弹力蛋白凝时系列		皱波角叉菜提取物、水解大豆蛋白、泛醌	水解弹力蛋白修护受损纤维，快速复弹	218-548
丸美多肽蛋白臻颜系列		寡肽-1&寡肽-3、棕榈酰三肽-1、棕榈酰四肽-7、乙酰基六肽-8、乙酰基四肽-2、维生素E、药用层孔菌	紧致轮廓、改善松弛	288-538
丸美白色之恋纯白系列		高纯度VC-IP、烟酰胺、VC+VE、α-熊果苷	美白提亮，去黄淡斑	218-418
丸美雪绒花纯净保湿系列		木槿树皮提取物、高良姜叶提取物	清润赋活，重拾水光	168-328

资料来源：公司官网，丸美天猫旗舰店，申港证券研究所

丸美产品性价比高，相较于国际大牌颇具价格优势，较国内产品性能突出。对标国际高端品牌眼部产品，国际高端品牌的眼霜产品价格集中在400-4000价位区间，丸美眼霜产品集中在200-400价位段，具有一定价格优势。对标国内，同类型品牌竞争对手少且起步较晚。眼部肌肤较为敏感，眼霜对生产技术要求较高。丸美自2002年成立以来就深耕眼部护理领域，产品性能突出且有较深的国民基础。丸美产品与国际品牌对比公司产品具有价格优势，较国内品牌，性能和知名度更具优势，产品性价比突出，产品竞争力强劲。

表3：各品牌眼部护理产品对比

品牌定位	品牌	产品	价格
中高端	欧莱雅	紫熨斗眼霜	299元/30ml
	科颜氏	牛油果保湿眼霜	350元/14ml
	丸美	多重胜肽紧致眼霜	308元/30g
	玉兰油	超A淡纹眼霜	319元/15g
	雅诗兰黛	小棕瓶眼霜	550元/15ml

高端	兰蔻	小黑瓶发光眼霜	565 元/15ml
	SK-II	赋能焕采眼霜	680 元/15g
	资生堂	悦薇质感塑颜纯 A 小针管眼霜	920 元/20ml
	兰蔻	菁纯臻颜焕亮眼霜	1165 元/20ml
贵妇级	海蓝之谜	紧致焕采眼霜	1990 元/15ml
	赫莲娜	黑绷带眼霜	2180 元/15ml
	莱珀妮	鱼子精华眼霜	3450 元/20ml

资料来源：欧莱雅天猫旗舰店，科颜氏天猫旗舰店，丸美天猫旗舰店，玉兰油天猫旗舰店，雅诗兰黛天猫旗舰店，兰蔻天猫旗舰店，SK-II天猫旗舰店，资生堂天猫旗舰店，海蓝之谜天猫旗舰店，赫莲娜天猫旗舰店，莱珀妮天猫旗舰店，申港证券研究所

大单品强势推动品牌出圈。因为“弹弹弹走鱼尾纹”的营销，丸美旗下产品小红笔眼霜带动品牌强势出圈。此后，丸美深根眼部护理领域，围绕小红笔眼霜，打造了大单品体系（小红笔多重肽眼霜、小紫弹视黄醇眼霜、小金针次抛精华、丸美蝶眼霜），成分覆盖了三大大抗衰成分多肽、视黄醇、重组胶原蛋白，形成了品牌护城河。

表4：丸美股份热销单品介绍

产品名称	产品图	产品价格 (元)	产品销量	产品功效	产品成分
小红笔多重胜肽眼霜（二代）		308/30g	已售 9w+	紧致 抗皱 舒缓	乙酰基六肽-5 乙酰基四肽-8 棕榈酰肽-4 寡肽-1 Erasin0003 精氨酸/赖氨酸多肽
小紫弹视黄醇眼霜		158/20g	已售 5 万+	改善眼部暗沉 抗皱 淡化黑眼圈	A 醇 轮廓内源三肽 SYM-HYCAN
小金针次抛精华		388/30 支	已售 7 万+	保湿 收缩毛孔 抗皱 紧致	重组双胶原 红蝎素 EX9 依克多因 10 透明质酸钠
丸美双胶原眼霜		368/30g	已售 1 万+ +	抗皱 修护 滋养 舒缓	重组双胶原

资料来源：丸美天猫旗舰店，申港证券研究所

二代小红笔升级，成分功效双升级。成分上，二代小红笔眼霜加入了公司新研发成分重组胶原蛋白并且增加了 25% 定制胜肽，使配方更加强劲。功效上，二代小红笔眼霜的淡黑、淡纹、精致力都有全面的提升，使产品更具市场竞争力。据天猫榜单披露，根据近 7 日销量与成交金额排序（截止 2023 年 6 月 2 日），丸美二代小

红笔眼霜荣登天猫舒缓眼霜热销榜 TOP1，市场反应度较好。

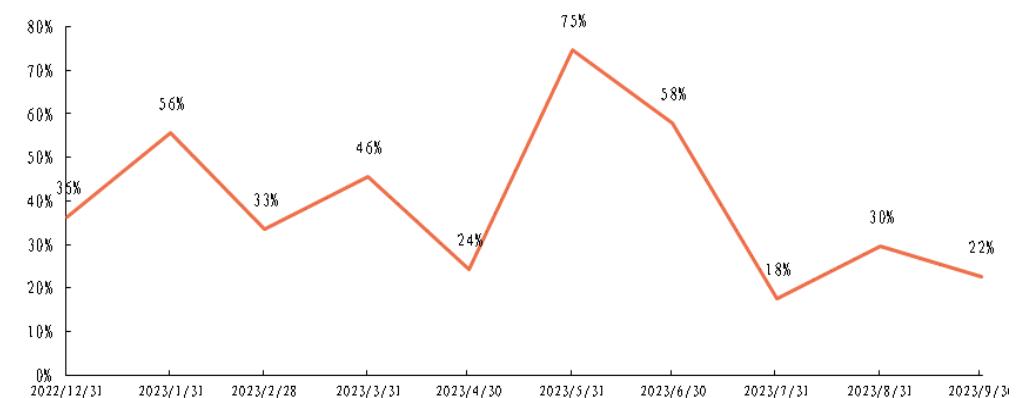
表5：一代&二代小红笔对比

	一代小红笔眼霜	二代小红笔眼霜
样式		
价格	298 元/30g	308 元/30g
功效	眼下黑色素-4.81% 眼下纹数量-5.83% 眼下紧致度+10.13%	眼下黑色素-13.2% 眼下纹数量-27.19% 眼下紧致度+22.76%
新增成分	-	25%定制胜肽 双专利重组双胶原 眼力士（加快水分微循环改善水肿眼袋） 黑洛西（促进血红素代谢 56 天 黑眼圈-19%）

资料来源：丸美天猫旗舰店，申港证券研究所

成分升级拉动产品均价提升，巩固丸美高端品牌定位。自 2022 年，丸美利用独研成分“重组双胶原带白”，对产品进行改造升级，丸美产品均价有一定幅度提升。2023 年第三季度公司眼部类、护肤类、洁肤类、美容类产品均价较 2022 年第三季度分别提升 7.71%、35%、31.6%、28.78%。由于成分升级拉动力了丸美整体产品均价的抬升，将有利于其进一步巩固其高端品牌的产品定位，并且为其带来更大的营收空间。

图17：2022-2023.9 年丸美品牌天猫均价变动 YOY (%)



资料来源：魔镜数据，萝卜投研，申港证券研究所

大单品战略初见成效，未来核心单品将继续聚焦。丸美品牌从 2019 年开始持续优化产品结构，打造具有核心竞争力的大单品。据魔镜市场情报数据显示，2022 年，丸美 5 大核心单品占比高达 61.10%，CR5 同比增长 5.2%，较 2021 年有较大幅度提升。2023 年 H1，丸美小红笔眼霜，GMV 销售额 1.07 亿，较去年同期增长超 355%，其中在丸美天猫旗舰店实现 GMV 销售额 4300 万，占比 40%；丸美双胶原小金针次抛精华实现 GMV 销售额 9013 万元，较去年同期增长 155%，其中在抖快达播实现 GMV 销售额 5704 万，占比 63%。大单品战略已有一定成效，未来公司将进

一步贯彻大单品战略，打造强势单品。

表6：2021-2022 丸美品牌天猫旗舰店 TOP5 产品变化

2021 年			2022 年		
产品名	销售额 (万元)	占比 (%)	产品名	销售额 (万元)	占比 (%)
小红笔多重胜肽眼霜	8602	25.20	小紫弹视黄醇眼霜	8563	30.20
蝴蝶眼膜	5820	17.10	二代小红笔多重胜肽眼霜	3293	11.60
弹力蛋白面部套装	1830	5.40	蝴蝶眼膜	2120	7.50
弹力蛋白眼部套装	1265	3.70	小金针次抛精华	2036	7.20
小紫弹视黄醇眼霜	1207	3.50	弹力蛋白套装	1286	4.50
天猫旗舰店总销售额	34112	100	天猫旗舰店总销售额	28315	100
CR5	18723	54.90	CR5	17299	61.10

资料来源：魔镜市场情报，《丸美生物进入“双增长”时代，背后有哪些关键点值得一谈？》未来迹微信公众号，申港证券研究所

2.3 核心技术领跑 研发实力强劲

国内外研发中心联动，研发成果丰富。丸美积极建设全球化合作体系，在多地布局了研发中心，有利于其掌握世界前沿技术，增强自身研发能力。据 FBeauty 未来迹，截至 2023 年 6 月，丸美已经完成了 80 余款原料的储备，其中 20 余款已完成转化应用。建立包括行业首创的 CelCaper® 尖端动态冷萃技术，PEF-IL 植物提取技术、微流控技术、静电纺丝技术、自组装技术、高效包裹技术、多孔防晒技术等在内的 450 余项核心技术，累计发表近 30 篇学术论文，其中 8 篇发表在国际权威 SCI 期刊上，总影响因子近 50。

表7：丸美五大研发中心

研发中心	负责环节
基础研究中心	主要为活性原料的开发，拥有皮肤医学实验室、活性材料实验室、细胞生物实验室、模式生物实验室和新材料中试基地，具备全面的生物科学研究、活性材料开发和生物活性评价测试能力，期内完成原料研发 12 项，原料产业化 3 项（截止 2020 年）
高新研究中心	主要跟进世界前沿创新类项目，力争获得中国乃至世界领先的科技突破，期内完成高新技术项目 10 项（截止 2020 年）
应用研究中心	主要研究产品配方，期内完善了爱研 AI 配方系统，推进了配方的数字化和智能化管理，完成立项配方 695 项，确版配方 262 项（截止 2020 年）
功效评测中心	主要为产品安全性、稳定性、功效性评价与检测，期内，公司实验中心通过了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）评审，成功获得实验室认可证书（注册号：CNASL13792），标志着公司实验中心具有了国际认可的管理水平和检测能力，跻身于国家认可实验室行列
东京技术中心	主要推进 MARUBI TOKYO 产品研发工作，期内，MARUBI TOKYO 第三个系列——日本珠臻皙奢养系列上市，针对 35 岁以上女性，美白抗衰一次完成

资料来源：丸美股份 2020 年报，申港证券研究所

深耕基础研究，重组胶原蛋白研发取得突破。公司持续深耕以合成生物技术、基因工程技术、植物提取及发酵技术等生物科技领域的基础研究。公司研究了具有补水和修复双重功效的SPG-裂褶多糖。推进自研的CelCaper®定向低温冷萃技术，实现了对传统植物资源的高效运用，相关论文于报告期内发表于国际期刊《RSC Advances》。公司发现了重组双胶原蛋白与天然胶原蛋白呈现出高度相似的三螺旋结构，以1:1配比嵌合I型和III型胶原蛋白。在配比设计上，以婴儿肌的双胶原蛋白比例为对照，采定1:1黄金比例设计。在保证有效成分高活性上，运用了“翻译暂停”技术，合理设计蛋白质的翻译速度和折叠效率，确保小分子活性。在保持双胶原结构稳定性上，采取了C-pro稳固扣环，紧扣双胶原蛋白，形成高稳定、不易分解的三螺旋结构，有效延缓肌肤衰老。

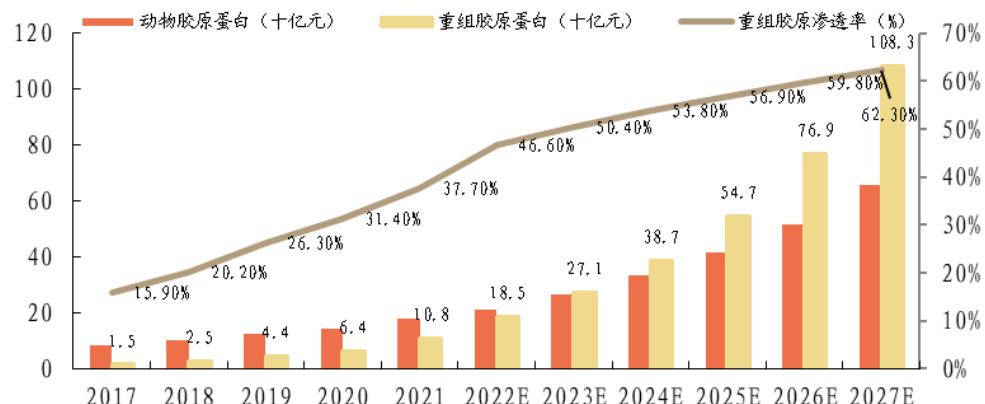
表8：重组胶原蛋白“产学研医检”协同平台的内涵

名称	事件
产	丸美专门成立了拜斯特药业作为平台上所有专家学者快速实现技术产业转化的基地。
学&研	暨南大学、华南理工等10多所高校、以及基因工程药物国家工程研究中心在内的多家研究院形成战略合作，推动重组胶原蛋白翻译技术、序列技术、胶粘技术稳定技术、活性提升等多项技术的落地，不断拓宽重组胶原蛋白的研究范围及深度。
医	和诸多三甲医院、皮肤科医学专家、医学科普者形成紧密交流及合作，推动临床研究，用皮肤科学基础理论来消除大众对重组胶原蛋白的偏见。
检	针对质量控制标准/行业标准不规范/检测方法缺陷等问题，建立了美域医学检验机构，并长期与广州质检院/莱德璞/华测中心等检测机构深度合作，建立规范的行业标准。

资料来源：未来迹《这个问题，可能连90%的业内人士都被绕进去了》，申港证券研究所

重组胶原赛道潜在应用市场较大。据弗若斯特沙利文预计，2021年中国胶原蛋白市场的整体规模为288亿元，但预计到2027年将达到1738亿元，2022-2027年间市场复合增长率将高达34.3%。此外，基于重组胶原蛋白的产品的市场规模从2017年的15亿增至2021年的108亿元，复合年增长率为63%，并预计将从2022年的185亿元增至2027年的人民币1083亿元，复合年增长率为42.4%。

图18：2017-2027（预计）中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分（十亿元，%）



资料来源：巨子生物招股说明书，弗若斯特沙利文，申港证券研究所

重组胶原蛋白重塑丸美产品体系。南方医科大学皮肤病医院院长杨斌表示，重组胶原蛋白可促进细胞组织I型、III型胶原蛋白的再生，可抗光老化、重建皮肤功能，因而在医美领域，可应用于皮肤填充剂、敷料/修复贴、功效护肤品等。丸美

围绕重组双胶原蛋白这一核心成分，对整个产品体系进行了重塑，淘汰了 200 个 SKU。丸美在“小红笔眼霜”和“小金针次抛精华”两大超级单品加入了重组胶原蛋白成分，使产品得到了全面的升级。此外，丸美还推出了重组胶原蛋白产品系列，并推出了相应的新品。借助重组胶原蛋白这一成分，公司对旗下产品进行了升级。

表9：重组胶原蛋白在产品中的应用

产品	产品图	功效	价格
丸美二代小红笔眼霜		紧致、抗皱、舒缓	308 元/30g
小金针次抛精华		淡纹、修护、紧实	388 元/30 支
丸美重组双胶原蛋白系列		保湿、紧致、抗皱、舒缓	288-798 元
丸美胶原奶油霜		一瓶胶原加油、对抗干敏垮纹	450 元/30ml
丸美「胶原炮弹」面膜		一抹双胶原、敷出奶油肌	458 元/8g*10
丸美脆皮冻干面膜		速褪 5 大敏感、深补胶原	198 元/8g*5

资料来源：公司官网，丸美天猫旗舰店，申港证券研究所（加粗产品为新推出产品）

重组胶原蛋白研发成果助力丸美布局医疗器械领域。公司在 2022 第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛上提出了基于重组胶原蛋白未来十年的研发规划，将陆续推出重组胶原蛋白二类医疗器械证的产品、三类医疗器械证的重组胶原蛋白水光针产品、三类医疗器械证的填充类充足胶原蛋白产品、基于重组胶原蛋白的人工角膜，并立志于在十年后推出多种型号的重组胶原蛋白，作为 3D 打印超级器官的生物材料。今年上半年公司已经获得重组胶原蛋白二类医疗器械证，9 月 23 日，公司推出 11 类器械新品，初步践行十年规划。

图19：丸美发布II类器械新品



资料来源：丸美股份公众号《剧透！多国院士专家邀您见证重组胶原蛋白新浪潮》，申港证券研究所

2.4 重视流量运营 助推品牌出圈

2.4.1 明星代言+高端媒体合作 网络运营强势出圈

丸美推出系列态度短片，增强与消费者链接。青年导演陈洁拍摄的态度短片《让美从眼前开始》被推向各大媒体的黄金时间，作为丸美眼霜节的主要内容输出。随后，丸美又邀请梁朝伟、周迅、蔡康永、彭于晏等当时的顶流明星，拍摄了一系列短片，用来建立和消费者的情感链接。

表10：丸美推出部分态度短片

片名	主演	金句
《让美从眼前开始》	陈洁	带你遇见了一个自己。
《眼》	梁朝伟	你一直在追求完美，其实完美很简单，当我一看到你的眼睛，我就看到丸美。
《不怕黑》	周迅、梁朝伟、蔡康永	年轻就是未知，不怕黑，就是年轻。趁年轻，勇敢爱。
《偏心的佐佐木公夫》	佐佐木公夫	每一瓶眼霜都来自一颗心，它是情感的结果，而不仅仅是科研的产物。专注，源于偏爱。
《用好好看的眼睛陪你好好看世界》	彭于晏	你有一双好好看的眼睛，好好看世界。

资料来源：未来迹《内容为王的时代，“态度短片”背后看不见的较量》，丸美品牌官方，申港证券研究所

邀请明星、网红代言，实现百亿曝光。丸美营销重视与用户产生共鸣，营销多次破圈。围绕特定群体，丸美设计了独特的品牌营销方案。3月期间推出情感营销态度片“眼光高错了吗”，从“眼”出发，联合当红演员和态度达人共创共鸣话题。3月丸美上登天猫内容舰长名单。5月丸美以“重组胶原蛋白”三螺旋结构入选巨量引擎（抖音）X时尚芭莎之“了不起的中国成分3”，丸美子话题曝光2亿多，曝光人群精准度较好提升。接下来，公司将基于不同销售渠道及平台的销售属性差异，采取不同的营销策略，根据重要营销节点推进各营销策略的执行与转化。

图20：丸美邀请明星代言



资料来源：丸美官方微博，申港证券研究所

图21：丸美邀请多位网红宣传



资料来源：MARUBI Marumi 公众号《眼光高，错了吗？》，申港证券研究所

2.4.2 高曝光、广种草、强转化 打造全方位营销体系

大曝光助力品牌形象建立。2022年公司通过明星代言人实现130城、60万点位、百亿曝光，围绕眼霜强化抗衰理念，并以“重组胶原蛋白”双专利、超温和及强功效，入选抖音X巨量引擎X时尚芭莎之“了不起的中国成分”TOP 1。

公司将广泛与达人合作，推动产品强转化。公司在小红书、抖音、快手等平台和KOL、KOC以及素人合作，提高曝光量。PL品牌和各平台超头深度合作，与李佳琦、张凯毅、潘雨润绑定。公司未来将积极扩大中腰达人覆盖，邀请达人溯源工厂和研发，加强达人对品牌的认知与信任，深度绑定心智达人，借力粉丝经济破圈。

强承接实现销售收割。在线上，公司通过旗舰店和抖小店，发动线下的各个价值链的成员来参与产品推广，比如红人计划，让每一个BA都成为KOL、KOC带货。在线下，公司联动双胶原直充站和吴谨言推出全国首站路演。

3. 恋火打造第二增长曲线 营销助推品牌成长

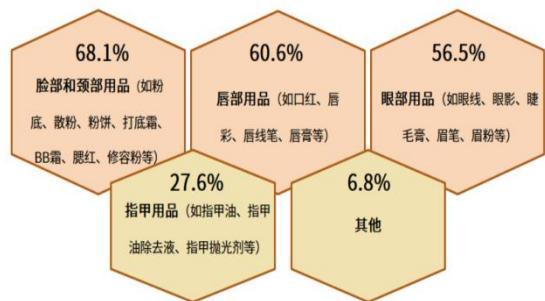
恋火 Passional Lover是由韩国营销机构COLORSING与华生化学等知名厂家合作研发的美妆品牌。于1988年在韩国面市后，以细腻的品质和适中的价格，受到韩国上层女性的信赖。恋火品牌于2007年进军中国市场由广州市朝彩化妆品有限公司负责运营，2009年，恋火荣获中国最受消费者喜爱原装进口彩妆品牌，2010年晋升为中国彩妆新锐品牌。2017年，公司采取控股形式与恋火成立合资公司，拥有恋火品牌。由此，公司进军国内彩妆市场。

3.1 国货底妆产品竞争力强劲 底妆市场增长空间大

底妆为妆容根基，粉底为面部底妆主品类。底妆是整个妆容的根基，也是整个妆感的关键。无论是初入门的化妆新手，还是经常化妆的消费者，底妆都是化妆的必要步骤。据艾媒咨询数据，脸部和唇部的彩妆用品为消费者关注对象，其中对脸部和颈部用品的需求达到了68%。2022年粉底(包含粉底液/膏、粉饼和BB霜)的

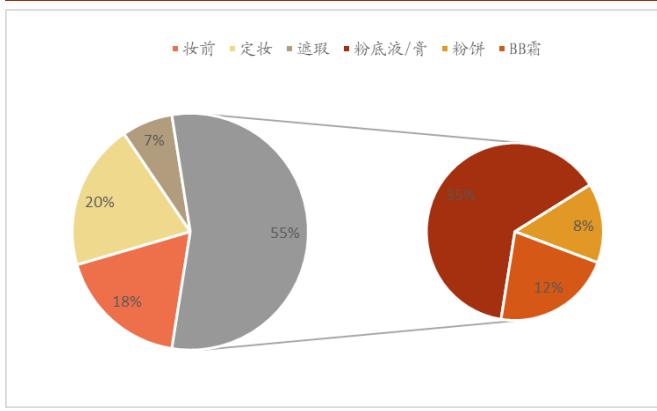
市场规模占面部底妆市场份额的 55%，是主要的底妆子品类。其中又以粉底液/膏受众面最广，占面部底妆市场份额的 35%。

图22: 2022年中国消费者常用彩妆品类调查 (%)



资料来源：艾媒数据中心，艾媒咨询《2022-2023年中国化妆品行业发展与用户洞察研究报告》，申港证券研究所

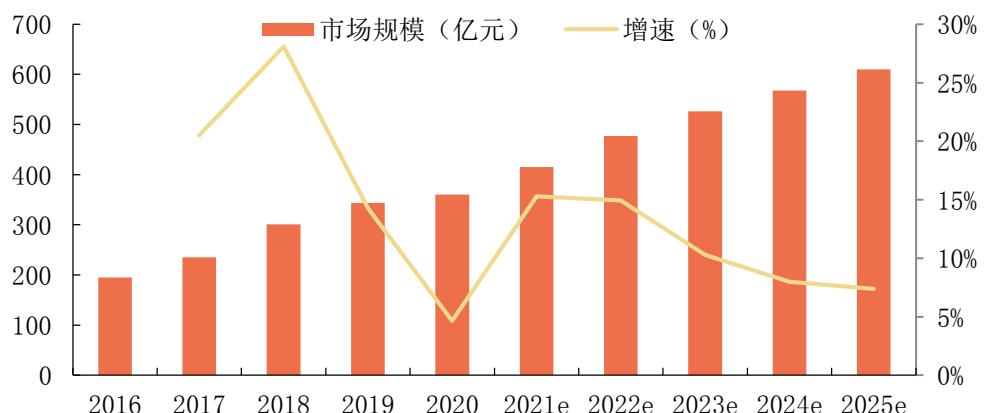
图23: MAT2022 底妆子品类份额比较 (%)



资料来源：Nint 任拓，研究报告数据坊公众号《2022后疫情时代面部底妆趋势洞察报告：彩妆拓品新机会点》，申港证券研究所

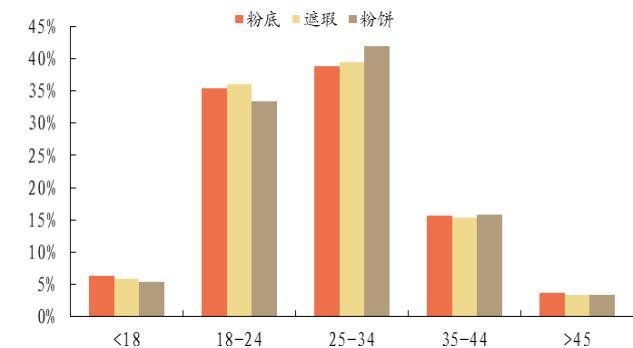
底妆市场规模较大，预计 2025 年市场规模将突破 600 亿。根据艾瑞咨询测算，2020 年中国底妆市场规模已达 360 亿元，2023 年中国底妆市场预计为 562 亿元，增速高达 46%。2025 年底妆市场规模预计将突破 600 亿元，潜在市场空间较大。公司选以底妆为切入点，既避免与现有大牌产品短兵相接，同时亦可以发挥自身护肤品公司的市场与研发优势。

图24: 2016-2025年中国底妆市场规模及增速 (亿元, %)

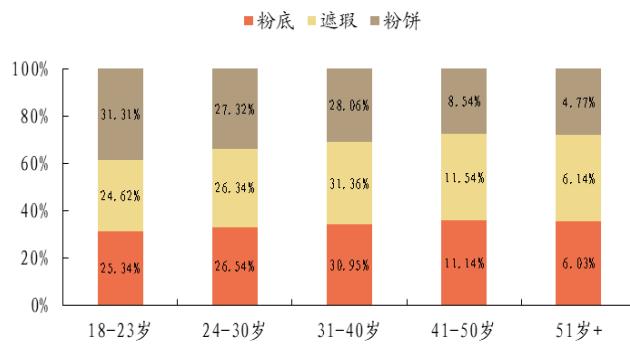


资料来源：国家统计局，联合国人口数据，Kantar Worldpanel，CID 消费者智库数据，C2CC x 有赞，艾瑞咨询《中国美妆护肤品行业投资研究报告（简版）》，申港证券研究所

年轻女性为底妆产品关注的主要对象。小红书平台上底妆细分品类用户群体分布比较相近，18-34 岁用户占比 75% 左右，其中 25-34 岁的用户占比最高关注其中粉饼的居多。粉饼的互动人群中 18-23 岁 Z 世代的小年轻们相较于其他年龄段更为活跃。恋火打造低龄团队，更易把握同龄人的需求并洞察流行趋势，而彩妆消费主力军为 18-24 岁的 90 后及 Z 世代，且该群体对国潮持积极态度，为恋火品牌爆红奠定基础。

图25: 2023. 4. 22-2023. 5. 21 小红书热搜词互动人群年龄
 (%)
 (18-34岁)


资料来源: 用户说数据库, 巨量算数, 用户说了公众号《纯净、抗皱、祛痘底妆? 恋火、馥碧诗、朱栈抢占先机? / 2023 粉底·遮瑕·粉饼报告》, 申港证券研究所

 图26: 2023. 4. 22-2023. 5. 21 抖音关键词互动人群年龄 (%)
 (18-34岁)


资料来源: 用户说数据库, 巨量算数, 用户说了公众号《纯净、抗皱、祛痘底妆? 恋火、馥碧诗、朱栈抢占先机? / 2023 粉底·遮瑕·粉饼报告》, 申港证券研究所

国货底妆产品市占率提高, 恋火销售额增长超 170%。国货品牌在 MAT2023 天猫面部底妆销售额 TOP10 品牌中占据三席, 恋火凭借粉底产品排名强势提升, 位居 15 位, 较去年排名上升了 25 位。恋火销售业绩为 1.83 亿元, 增长超 170%, 交出了亮眼的成绩单。在国货底妆产品销量增长呈现衰势之际, 恋火表现依旧坚挺, 销售额快事提升。

表11: MAT2023 天猫面部底妆销售额 TOP20 品牌

排序	品牌	排名变化	销售额	同比增速	贡献品类
1	雅诗兰黛	-	5.4 亿+	-18%	粉底 (97.7%)
2	肌肤之钥	+2	4.4 亿+	3%	隔离/妆前 (87.2%)
3	圣罗兰	+3	4.1 亿+	9%	粉底 (97.9%) 气垫粉底 (82.8%)
4	兰蔻	-2	3.5 亿+	-23%	粉底
5	兰芝	+4	3 亿+	-12%	隔离/妆前
6	爱敬	-3	2.7 亿+	-38%	粉底
7	彩棠	+14	2.6 亿+	89%	遮瑕 (48.1%) 隔离/妆前 (39.4%)
8	花西子	-3	2.5 亿+	-39%	粉底
9	卡姿兰	+1	2.5 亿+	-18%	粉底
10	Nars	+13	2.3 亿+	77%	粉底
11	阿玛尼	-4	2.27 亿	-38%	粉底
12	魅可	-1	2.06 亿	-20%	粉底
13	德妃	+53	1.97 亿	546%	隔离/妆前 (99.9%)
14	BLANK ME	-6	1.90 亿	-45%	粉底
15	恋火	+25	1.83 亿	176%	粉底
16	密丝婷	-2	1.69 亿	-13%	BB/CC 霜 粉底
17	欧莱雅	-	1.61 亿	-6%	BB/CC 霜 粉底
18	芭比波朗	+6	1.47 亿	14%	隔离/妆前

19	毛戈平	-4	1.34 亿	-26%	遮瑕
20	姬芮	-5	1.33 亿	4%	隔离/妆前

资料来源：美业研究院数据大脑，美业颜究院《2023 线上面部底妆市场分析及趋势洞察》，申港证券研究所

3.2 底妆产品带动营收增长 大单品战略贯彻成功

产品覆盖多类肤质，满足不同消费群体的需求。恋火旗下有“看不见”、“蹭不掉”、“星钻”三大产品系列，“看不见”系列为干皮专研，“蹭不掉”系列为油皮专研，满足不同的肤质的客户的需求。“星钻”系列为线下专享产品，定位高端路线，与前两大系列形成互补，或未来恋火进军高端底妆市场奠定基础。PL 保持较好的运营节奏，通过蹭不掉和看不见两大底妆系列，覆盖粉底液、粉霜、气垫、粉饼等品类，满足干敏油皮不同底妆需求。

表12：恋火品牌产品系列

产品系列	产品图	产品价格	产品功效
看不见系列（干皮专研）		58-386 元	看不见妆感、卡粉、斑驳，看得见的高级奶油妆效
蹭不掉系列（油皮专研）		58-386 元	油皮专研蹭不掉底妆：轻薄、遮瑕、持妆拿捏油光，捏脸都蹭不掉的高级底妆
星钻系列（线下专享）		暂无	奢养底妆：精华入妆，通透，润养，奢华的贵妇底妆

资料来源：公司官网，恋火天猫旗舰店、申港证券研究所

避开“眼唇”红海，从底妆切入，看不见系列 GMV 贡献超 80%。2022 年，恋火 PL 主打爆品路线，CR5 贡献总销量 90%+。恋火 PL 的销售额集中于爆款产品，且主要来自于“看不见”系列。2021 年和 2022 年天猫平台上恋火品牌的销售额 CR5 分别为 98.10% 和 91.30%，2022 年占比有所下降。截止 2023 年 H1，PL 看不见粉底液 GMV 销量突破 300 万支。恋火 PL 坚持坚定做“底妆第一品牌”，进一步打响底妆产品知名度，进军头部品牌矩阵。

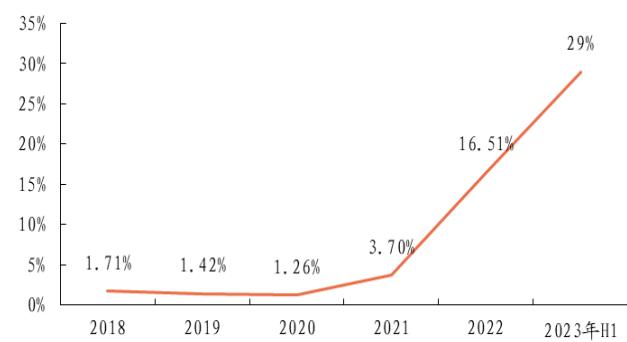
表13: 2021-2022PL 恋火品牌天猫旗舰店 TOP5 产品

排序	产品	2021 年		2022 年	
		销售 额 (万元)	占比	产品	销售 额 (万元)
1	看不见粉底液/粉霜	5433	93.80%	看不见气垫	6484
2	小情绪唇釉	205	3.50%	看不见/蹭不掉粉底液	5197
3	花妍定妆粉饼	17	0.30%	看不见粉饼	3887
4	恣意眉笔	17	0.30%	看不见粉底液	3706
5	出水精华湿粉膏	9	0.20%	蹭不掉粉底液	1242
天猫旗舰店总销售额		5791	100%	天猫旗舰店总销售额	22460
CR5		5680	98.10%	CR5	20517
					91.30%

资料来源: 魔镜市场情报, 未来述《丸美生物进入“双增长”时代, 背后有哪些关键点值得一谈?》, 申港证券研究所

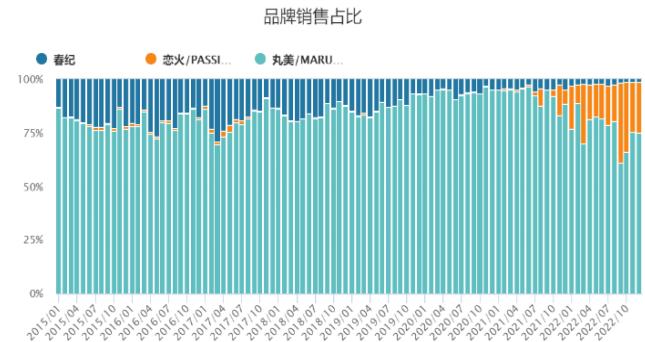
恋火成为拉动公司业绩的第二曲线。自 2021 年起, 恋火品牌强势破圈, 销售额大幅提升, 且恋火成为拉动公司业绩的重要一级, 2023 年 H1, 第二品牌 PL 恋火实现收入 3.07 亿, 占丸美营收的 29%, 同比超速增长 211.42%。线上业务方面, 618 期间, 恋火线上销售同比增长 327%, 其中天猫增长超 2 倍, 抖音、快手增长超 4 倍; 荟天猫粉底液类目 TOP9、抖音 618 美妆/香品种类预售榜单 TOP10、快手国货美妆 GMV 榜单 TOP4。未来, 随公司战略转型推进, 恋火品牌将进一步助推丸美业绩增长。

图27: 2018-2023H1 恋火品牌营收占比 (%)



资料来源: 丸美股份招股说明书, 丸美股份 2019-2022 年公司年报, 丸美股份 2023 年中报, 申港证券研究所

图28: 2015-2018 年恋火品牌线上销售额占比 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

产品性价比高, 同类品牌销售量表现亮眼。恋火产品价格在同类型品牌中适中, 但产品成分突出, 因此具有更高的性价比。同类型品牌爆款底妆产品类型多为粉膏和气垫, 因此恋火产品类型有差异化竞争优势。从天猫销售量来看, 恋火热门

产品已售量在 10w+ 以上，在同类品牌中表现亮眼。且恋火品牌产品优势突出。

表14：国产热门美妆品牌底妆产品对比

品牌	热销产品	产品图	产品价格 (元)	天猫销售量
恋火	蹭不掉粉底液 2.0		148/30ml	已售 10w+
	看不见粉底液 2.0		148/30g	已售 20 万+
彩棠	小圆管遮瑕持妆粉底液		239/30ml	已售 10w+
毛戈平	鱼子酱无瑕气垫		450/28g	已售 8 万+
	水奶油粉底液		350/30ml	已售 4 万+
花西子	玉养气垫		199/13g	已售 10 万+
	翡翠气垫		199/13g	已售 30 万+

资料来源：恋火天猫旗舰店，彩棠天猫旗舰店，毛戈平天猫旗舰店，花西子天猫旗舰店，申港证券研究所

4. 春纪专注敏感肌研发 定位大众护肤

春纪品牌定位于大众护肤。2006 年公司推出以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌“春纪”，为青春女性打造天然护肤方案，拥有“杨梅水漾保湿系列”、“弹力娇嫩系列”、“黑白摩登美白系列”等系列产品。春纪重视对品牌营销，系列产品邀请了李宇春、周冬雨等当红明星代言。

图29：春纪品牌发展历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

品牌核心单品覆盖清洁护肤，价格适中。春纪品牌旗下有四款核心单品，分别为悬油氨基酸泡泡、大白墩稳到底精华、奶盖洁面泡泡、专利魔鬼鱼鼻贴，以清洁产品为主，均价在 69-179 元之间，价格符合公司大众护肤品品牌的定位路线。春纪品牌填补丸美公司大众产品空缺，使得丸美公司品牌更加多元，满足不同层级的用户需求。

表15：春纪品牌旗下核心单品简介

核心产品	产品图	产品单价 (元)	产品功效	销量
春纪奶盖洁面泡泡		1 瓶/69	主动油溶力，水油双相洁面开拓者	已售 2w+
春纪专利魔鬼鱼鼻贴		10 片/89	16% 进口植物能量，温和浮出黑头，减 53.73% 黑头，减 1949% 手孔	已售 1w+
春纪悬油氨基酸泡泡		50ml/99	主动油溶力，洗卸 3 合 1 以泡泡的形态，感受以油溶油	已售 100+
春纪大白墩稳到底精华		15ml/179	独家专利 SPG 裂褶多糖, 5min 速舒缓 30min 快修护 7 天强维稳	已售 200+

资料来源：春纪天猫旗舰店，公司官网，申港证券研究所

5. 线上渠道全面发力 线下渠道稳步推进

持续推进线上战略转型，电商团队助推与运营优化。公司从 2019 年开始自建电商团队，于 2021 年加速推进电商业务部的建设，新增员工多为电商事业部成员，同时优化各渠道产品结构，线上主推大单品，实现线上业务由降转增。在持续不断的投入下，公司于 2022 年成立电商部。完成了相关板块的人才与组织建设，成立“内容电商部”“平台电商部”“会员部”三个板块，电商部总经理王熙雯拥有 10 余年美妆业务团队搭建及管理经验，有望带领电商团队提高电商运营能力，持续优化线上营销。

图30：丸美股份线上渠道转型过程

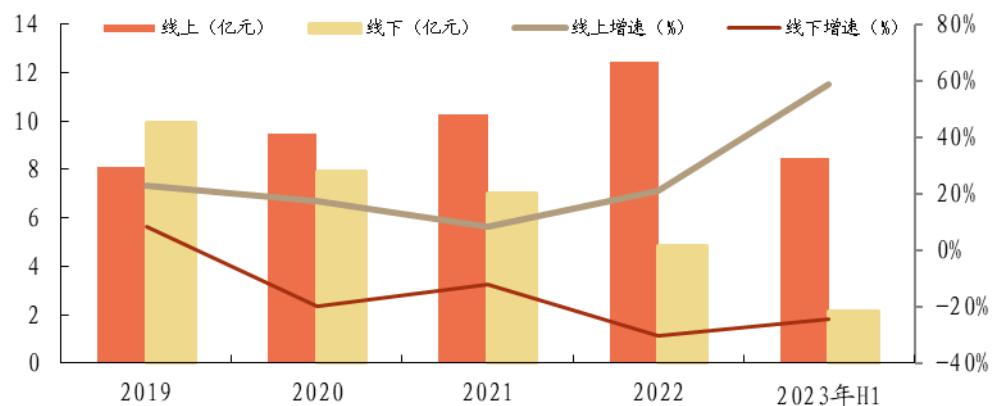


资料来源：丸美股份 2019-2022 年年报，申港证券研究所

公司拟投入 4.71 亿元进行升级，持续推进自身直播管理、运营的优化，推进品牌线上直营业务。为推进线上转型战略，丸美公司对“营销升级及运营总部建设”项目投资 47129.15 万元。公司积极布局自营直播渠道，加强了主播培训和直播策略的制定，减少对于头部主播的依赖，提升用户对品牌的忠诚度，进而实现公司线上业务盈利能力的提升。

公司全力推进线上业务，实现线上业务转型，品牌自播初见成效。在线上布局中，公司重点发展天猫、抖音等直营渠道。2023 年 H1，公司线上渠道实现营业收入 8.45 亿元，收入占比 79.78%，同比增长 58.97%，以抖音为主的线上直营同比增长 119.53%，线上转型战略初见成效。2022 年，公司的自播全年占比超过达播，对达人的依赖度逐渐降低，在流量成本增加的趋势下有望进一步降低线上营销成本；天猫逐季优化，直播渗透率有明显提升。

图31：丸美线上线下收入及 YOY (亿元、%)



资料来源：丸美股份 2019-2022 年报，丸美股份 2023 年中报，申港证券研究所

丸美股份线上业务表现亮眼。2023 年 1 月，丸美品牌天猫+抖音的 GMV 同比增长在 14% 至 95% 之间；PL 彩妆品牌的同比增幅则在 90% 到 198% 之间，成为 2023 年 1 月份，增长速度排名前十的美妆品牌。未来迹指出，2023 年 2 月，丸美品牌的销售额持续增长，1-2 月合计同比增长超过 80%；PL 彩妆 1-2 月合计增长超过 150%，整体上扬趋势非常明显。据萝卜投研统计，2023 年 10 月，丸美在抖音平台 GMV 为 1.5 亿，较去年同比增长 119%，保持较高的增长速度。

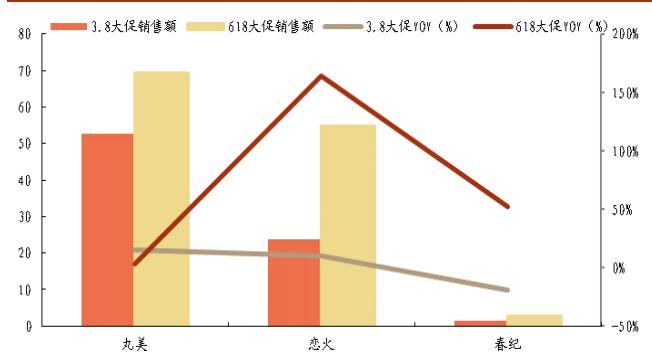
表16: 2023年1月天猫+抖音增长最快的品牌

品牌名	GMV 下限 (亿元)	GMV 上限 (亿元)	同比上限 (%)	同比下限 (%)
巴黎欧莱雅	2.17	3.67	14%	92%
御泥坊	0.14	0.29	19%	143%
大水滴	0.11	0.14	24%	51%
珀莱雅	2.13	3.63	12%	91%
彩棠	0.67	0.92	81%	148%
丸美	0.35	0.6	14%	95%
PL 恋火	0.44	0.69	90%	198%
可复美	0.49	0.74	23%	86%
可丽金	0.13	0.14	138%	166%
colorkey	0.43	0.58	58%	113%

资料来源: 魔镜市场情报, 飞瓜数据, 未来迹《内容为王的时代, “态度短片”背后看不见的较量》, 申港证券研究所

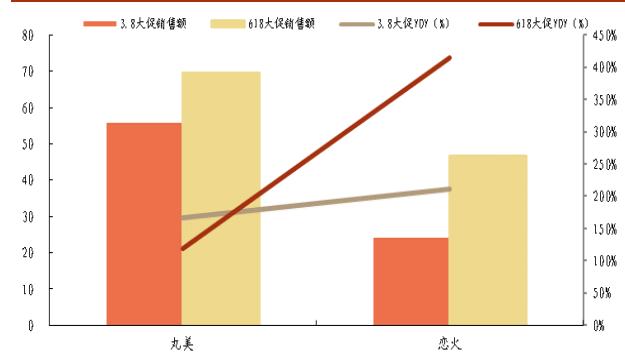
抖音渠道铺设良好, 与天猫平台销售业绩追平。在今年上半年连个销售节“3.8”大促和“6.18”大促中, 丸美的业绩销售都有大幅度提升。“3.8”, 丸美品牌在天猫/抖音销售额为 5280/5570 万元, 同比增长 15/167%。“6.18”大促, 在天猫/抖音销售额同比增长 4/119%。“3.8”, 恋火品牌在天猫/抖音销售额为 2382/2410 万元, 同比增长 10/212%。“6.18”大促, 在天猫/抖音销售额同比增长 164/415%。可以看出丸美在抖音销售渠道已逐渐追平天猫销售渠道, 渠道铺设较为成功。据蝉妈妈数据统计, 2023 年抖音双十一预售期间 (10.24-10.31), 丸美抖音平台业绩预计在 3500-7500 万元, 其中丸美品牌进入了护肤销售榜单前 20, 恋火品牌进入美妆销售榜单前 10, 表现较为亮眼。

图32: 丸美天猫“3.8”大促&“6.18”大促表现 (百万, %)



资料来源: 魔镜数据, 萝卜投研, 申港证券研究所

图33: 丸美抖音“3.8”大促&“6.18”大促表现 (百万, %)



资料来源: 抖音, 萝卜投研, 申港证券研究所

线下渠道稳步推进, 提升用户消费体验感。线下渠道在与消费者互动、获客及增强客户黏性方面, 具有独特价值。公司坚定推行分渠分品, 线下专品专供稳价格、全国云仓管理稳货盘, 扎实推进渠道数字化升级与会员精细化运营, 将通过全国会、充电会、门店巡访等方式提振渠道信心, 传导销售策略, 推进渠道下沉, 聚焦终端动销, 提升用户黏性。在线上高质量发展的同时, PL 也在积极拓展线下渠道, 已进驻调色师、KKV、屈臣氏、研丽等零售连锁渠道近 2000 家门店。

6. 布局医美领域 铺设未来增长空间

积极投资，布局医美领域。今年4月，公司发布公告对青岛茂达基金进行增资扩募，基金规模总规模由原来人民币4000万元增至1亿元，其中公司作为有限合伙人认缴出资总额由原来人民币3990万元增至9990万元，所占份额由原来99.75%增至99.90%。且公司通过该基金新增投资了科技再生材料注射填充类美容公司“摩漾生物”和美容器械公司“美央”。摩漾是专注于医美注射的公司，产品是少女针和童颜针的二合一，有少女针的优点而无童颜针的缺点，现在已完成临床递交药监局审批；美央是研发制造具有人工智能的医美光电设备的公司，产品现在已进入临床研究阶段。公司通过基金在美丽消费事业相关产业领域进行投资布局，加速公司外延式发展步伐，进一步提升公司市场地位，符合公司未来战略规划的要求。

表17：丸美旗下基金投资公司简介

产业基金名称及持股比例	被投资企业	持股比例	所属行业
共青城联明股权投资合伙企业 出资2亿元，占股80%	广东芭薇生物科技 股份有限公司	3.30%	化妆品ODM工厂
	深圳市千誉科技有限公司	5%	智能硬件，美容仪器品牌 “JOVS”
	无锡戴可思生物科技有限公司	4.69%	母婴洗护品牌“戴可思”
	深圳市瞳学科技有限公司	2.69%	专业美妆彩瞳品牌“可啦啦”
	共青城金麟股权投资合伙企业	38.18%	2021年对外投资口腔护理品牌“参半”
	成都白兔有你文化传播有限公司	8.18%	短视频MCN机构“白兔视频”
宿迁汇恒金鼎资产管理合伙企业 出资8000万元，占股80%	北京他颜科技有限公司	5.15%	男士护理品牌“亲爱男友”
	杭州配方师科技有限公司	9.50%	新锐护肤品牌“菜鸟与配方师”
	广州梵之容化妆品有限公司	5.54%	新锐护肤品牌“谷雨”
宿迁众城资产管理合伙企业 出资5000万元，占股50%	司密澳（上海）生物科技有限公司	12.56%	运动营养餐品牌“Smeal”
	上海永璞文化创意有限公司	8.52%	挂耳咖啡包品牌“永璞”
青岛茂达出资1亿元，占股 99.9%	尚无	/	/

资料来源：企查查，未来迹《丸美生物进入“双增长”时代，背后有哪些关键点值得一谈？》(截止2023.5)，申港证券研究所

推进核心成分研发，进军医美领域。9月23日，丸美首款重组胶原蛋白[械字号]产品发布，专注医美术后/创面护理，开启胶原直充新时代，预计2026年丸美生物将推出重组胶原蛋白水光针三类医疗器械产品；2028年将推出重组胶原蛋白填充类三类医疗器械产品；2030年将推出重组胶原蛋白人工角膜和人工关节；2032年将推出第一款重组胶原蛋白3D打印的人体器官。重组胶原蛋白将推动公司开发医

美业务线，打造业绩新增长点。

图34：丸美首款重组胶原蛋白[械字号]产品



资料来源：丸美股份《多国院士专家邀您见证重组胶原蛋白新浪潮》，申港证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1 核心假设

公司主要产品品类分为护肤类、眼部护肤类、肌肤清洁类、其他产品类（主要为彩妆），考虑到细分市场发展速度及公司所处地位，以及综合考虑公司前三季度财务水平及大促期间线上销售数据同比增速，我们对各类产品营收同比及毛利率做出如下假设：

- ◆ **护肤类：**综合考虑护肤品市场年化增速，以及龙头市占率提升逻辑，我们假设2023-2025年护肤类营收增速分别为10%/8%/6%，毛利率略微提升，假设2023-2025年护肤类毛利率分别为70%/70.5%/71%。
- ◆ **眼部护肤类：**综合考虑眼部细分赛道发展情况及公司的龙头地位优势，我们假设2023-2025年眼部护肤类营收增速分别为12%/8%/6%，毛利率分别为71%/71.5%/72%。
- ◆ **肌肤清洁类：**考虑到皮肤清洁类产品市场增速预期，我们假设2023-2025年肌肤清洁类营收增速分别为6%/5.5%/5%，毛利率分别为67%/67.5%/68%。
- ◆ **其他产品类：**综合考虑彩妆类市场规模增速及恋火品牌的线上持续发力，我们假设2023-2025年其他产品类营收增速分别为150%/80%/30%，毛利率分别为71%/71.5%/72%。

表18：丸美股份盈利预测拆分

		2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
整体	营业收入 (百万元)	1,744	1,787	1,732	2,318	3,028	3,526
	同比	-3.16%	2.41%	-3.1%	33.86%	30.63%	16.44%
	毛利率	66.17%	64.04%	68.36%	70.18%	70.81%	71.36%
护肤类	营业收入 (百万元)	901	967	794	873	943	1,000
	同比	-9.26%	7.33%	-17.89%	10.0%	8.0%	6.0%
	毛利率	67.59%	65.67%	68.14%	70.0%	70.5%	71.0%
眼部	营业收入 (百万元)	631	523	435	487	526	558

护肤	同比	14.31%	-17.12%	-16.83%	12.0%	8.0%	6.0%
类	毛利率	65.45%	62.33%	68.74%	71.0%	71.5%	72.0%
肌肤	营业收入 (百万元)	189	159	207	219	231	243
清洁	同比	-17.47%	-15.87%	30.19%	6.0%	5.5%	5.0%
类	毛利率	62.43%	59.75%	65.70%	67.0%	67.5%	68.0%
其他	营业收入 (百万元)	22	78	294	735	1,323	1,720
产品	同比	-15.38%	254.55%	276.92%	150%	80%	30%
类	毛利率	59.09%	66.67%	70.75%	71%	71.5%	72.0%
其他	营业收入 (百万元)	1	61	2	3	4	5
业务	同比	0.00%	6000.00%	-96.72%	50%	40%	30%
	毛利率	100.00%	60.66%	0.00%	20%	20%	20%

资料来源: wind, 申港证券研究所

7.2 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.18/30.28/35.26 亿元, 同比增长-33.86%/30.63%/16.44%; 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.06/4.39/5.86 亿元, 同比增长 75.92%/43.11%/33.69%; 当前市值对应 2023-2025 年 PE 分别为 35.02X/24.47X/18.3X。

7.3 估值

选取同样为化妆品行业的珀莱雅、贝泰妮、华熙生物作为可比公司。采用 Wind 一致预期, 可比公司 2023 年 PE 均值为 34.45 倍, 最高值为 42.27 倍, 最低值为 24.11 倍。考虑到丸美股份是眼部抗衰类龙头, 细分赛道龙头优势显著, 同时进军彩妆领域, 仍有较大成长空间, 我们给予 2023 年丸美股份 PE 为 40 倍, 目标价格 30.53 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表19: 丸美股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE			
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	104.30	413.89	2.82	3.56	4.41	36.97	29.29	23.68
300957.SZ	贝泰妮	73.83	312.74	3.06	3.88	4.85	24.11	19.05	15.21
688363.SH	华熙生物	77.15	371.61	1.83	2.27	2.71	42.27	33.94	28.42
	平均值		366.08	2.57	3.24	3.99	34.45	27.42	22.44

资料来源: Wind, 申港证券研究所 (截至 2023.11.17) (注: 可比公司数据为 wind 一致预期)

8. 风险提示

行业竞争加剧风险: 随着线上电商的快速发展、流量成本持续走高, 国外品牌加码国内市场以及国内众多品牌企业实力的日益增强, 化妆品品牌、产品之间的竞争越来越广泛而激烈, 将会对公司盈利情况产生一定的风险。

销售不及预期风险: 公司多品牌品类多渠道协同发展, 在营销策略、渠道布局、产品创新等方面可能会存在着战略举措执行不达预期的风险。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险：我们主要基于公司多品类产品的营收增速及毛利率的假设对公司未来业绩预测。若实际经营情况不及假设条件，则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2023 年业绩，我们用公司主要的护肤类产品预测举例：

- ◆ 若护肤类产品营收增速较假设下降 1pct，则归母净利润下降 101 万元 (0.33pct)。
- ◆ 若护肤类产品毛利率较假设下降 1pct，则归母净利润下降 736 万元 (2.4pct)。

表20：公司盈利预测表

利润表					资产负债表						
	单位:百万元					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1787	1732	2318	3028	3526	流动资产合计	1976	2237	2248	2746	3062
营业成本	643	547	691	884	1010	货币资金	806	1073	1159	1514	1763
营业税金及附加	24	25	33	43	50	应收账款	57	70	159	207	242
营业费用	741	846	1089	1393	1551	其他应收款	7	7	10	13	15
管理费用	100	111	139	182	212	预付款项	36	19	32	42	47
研发费用	50	53	93	121	141	存货	138	152	189	242	277
财务费用	-36	-13	-23	-30	-35	其他流动资产	187	192	257	336	391
资产减值损失	-11	-10	0	0	0	非流动资产合计	1786	1854	2078	2234	2336
公允价值变动收益	1	5	3	4	4	长期股权投资	75	74	170	170	170
投资净收益	25	28	37	48	56	固定资产	247	249	271	287	298
营业利润	299	207	358	518	692	无形资产	765	749	731	713	696
营业外收入	12	0	6	3	5	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1	其他非流动资产	530	466	624	815	949
利润总额	310	207	363	520	695	资产总计	3762	4091	4326	4980	5398
所得税	68	39	69	99	132	流动负债合计	577	668	769	1254	1446
净利润	241	167	295	422	564	短期借款	0	100	100	435	485
少数股东损益	-7	-7	-12	-17	-23	应付账款	198	230	227	291	332
归属母公司净利润	248	174	306	439	586	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1045	956	367	520	689	一年内到期的非流动负债	5	11	5	5	5
EPS (元)	0.62	0.43	0.76	1.09	1.46	非流动负债合计	27	170	170	170	170
主要财务比率						长期借款	0	148	148	148	148
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	603	839	940	1425	1616
营业收入增长	2.41%	-3.10%	33.86%	30.63%	16.44%	少数股东权益	74	65	53	36	13
营业利润增长	-47.78%	-30.65%	72.90%	44.50%	33.55%	实收资本(或股本)	402	401	401	401	401
归属于母公司净利润增长	-46.61%	-29.74%	75.92%	43.11%	33.69%	资本公积	780	774	774	774	774
盈利能力						未分配利润	1729	1827	1957	2143	2392
毛利率(%)	64.02%	68.40%	70.18%	70.81%	71.36%	归属母公司股东权益合计	3084	3188	3334	3520	3769
净利润率(%)	13.50%	9.67%	12.71%	13.92%	15.98%	负债和所有者权益	3762	4091	4326	4980	5398
总资产净利润率(%)	6.59%	4.26%	7.08%	8.81%	10.86%	现金流量表					单位:百万元
ROE(%)	8.04%	5.46%	9.19%	12.46%	15.55%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
偿债能力						经营活动现金流	-7	48	164	331	511
资产负债率(%)	16%	20%	22%	29%	30%	净利润	241	167	295	422	564
流动比率	3.43	3.35	2.92	2.19	2.12	折旧摊销	20	17	32	33	33
速动比率	3.19	3.12	2.68	2.00	1.93	财务费用	-36	-13	-23	-30	-35
营运能力						应付帐款减少	-52	-12	-89	-49	-34
总资产周转率	0.47	0.44	0.55	0.65	0.68	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	57	27	20	17	16	投资活动现金流	-681	70	63	-87	-10
应付账款周转率	7.92	8.09	10.14	11.69	11.33	公允价值变动收益	1	5	3	4	4
每股指标(元)						长期股权投资减少	-25	1	-96	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.43	0.76	1.09	1.46	投资收益	25	28	37	48	56
每股净现金流(最新摊薄)	-2.14	0.66	0.21	0.88	0.62	筹资活动现金流	-170	145	-140	111	-252
每股净资产(最新摊薄)	7.68	7.94	8.31	8.77	9.39	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	148	0	0	0
P/E	43.15	62.21	35.05	24.49	18.32	普通股增加	1	0	0	0	0
P/B	3.49	3.37	3.22	3.05	2.85	资本公积增加	26	-6	0	0	0
EV/EBITDA	9.52	10.38	26.80	18.86	13.95	现金净增加额	-858	263	86	355	249

资料来源: wind, 申港证券研究所

分析师介绍

孔天祎，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021年加入申港证券，现任轻纺美妆行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）