



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2024年1月2日  
行业：美容护理  
增持（维持）

# 分化中寻找确定性

## ——美容护理2024年度投资策略

分析师：梁瑞

SAC编号：S0870523110001

# 主要观点

## 消费：渐进复苏，行则将至

- ◆ 23年下半年消费持续温和复苏趋势。我们认为2022年底至2023年5月受线下人流恢复叠加2022Q2低基数，总体消费呈现复苏态势；消费者信心指数和预期指数都呈现上升趋势。23年5月以来，总体消费弱势复苏趋势显现，社零增速放缓，消费者信心指数和预期指数疲软。8月以来社零增速环比改善。我们预计2024年消费将延续复苏趋势，受2023年基数影响，预计总体社零增速前低后高，医美和化妆品等可选消费需求有望改善。美护板块跑输大盘。截至2023年12月20日，美容护理（申万）板块较年初-34%，沪深300较年初-15%，板块总体表现弱于大盘。Q3基金重仓美护板块规模环比下降。

## 医美：长期渗透率提升逻辑不变，关注高增细分赛道和新品获批进展

- ◆ 需求端，长期来看医美行业渗透率提升、单人疗程数增加依然有较大发展空间。根据《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，2023年疫后消费修复，预计整体医美市场增速可达20%左右，未来四年预计市场将保持15%左右的年复合增长；供给端，消费者需求更加多元的趋势下，医美机构和厂商需要持续开发新产品。其中胶原蛋白认知度不断提升，预计市场规模保持快速增长；我们认为再生类随着厂商和机构端推广增长以及更多新打法的开发，有望持续放量；关注玻尿酸新品和细分适应症、肉毒拿证进展及光电国产替代情况；机构端营销方式更加多元，预计头部机构有望受益。

## 化妆品：行业分化趋势明显，关注品牌综合竞争能力

- ◆ 行业消费整体呈现温和复苏趋势，2023Q3美妆大盘整体表现平淡，渠道和品牌均呈现分化趋势。渠道端，天猫延续弱势，抖音渠道逆势高增。品牌端，具有更强综合实力的龙头马太效应进一步凸显，受核废水影响日系品牌下滑明显。我们认为化妆品消费韧性强，流量竞争加剧背景下，拥有产品研发+营销+运营+组织灵活性等综合竞争优势的品牌增长确定性更强。

## 投资建议

- ◆ 投资主线一：关注处于行业发展初期，行业规模快速扩张的胶原蛋白市场，锦波生物、巨子生物、江苏吴中等。
- ◆ 投资主线二：关注具有强α的美护龙头标的，珀莱雅、科思股份、爱美客等。
- ◆ 投资主线三：关注短期组织、业务等调整优化成果逐渐显现、边际改善标的，福瑞达、上美股份、贝泰妮、丸美股份、水羊股份等。



风险提示：行业竞争加剧；消费需求不及预期；第三方线上数据统计口径差异风险；法律诉讼风险；监管加强风险；医美产品获证时间延后风险；新品研发不及时风险等

# 目录

## Content

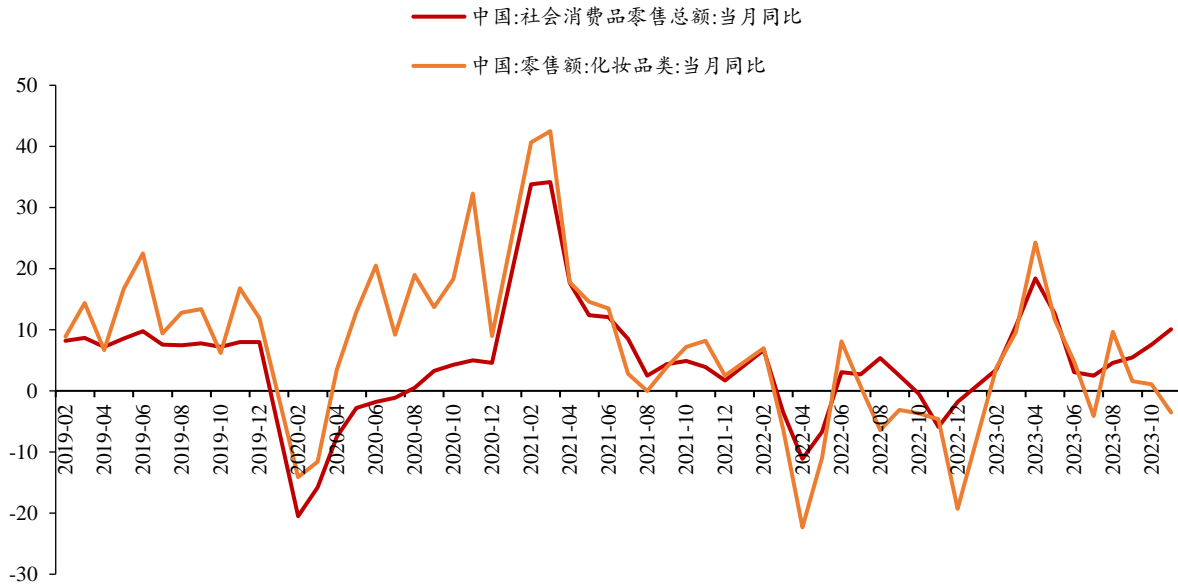
---

- 一、行业回顾：消费渐进复苏，美护板块估值回调
- 二、医美：长期渗透率提升趋势不改，短期关注新品放量催化
- 三、化妆品：行业重塑品牌分化，优选国货龙头
- 四、风险提示

# 1.1 消费：K型复苏，行则将至

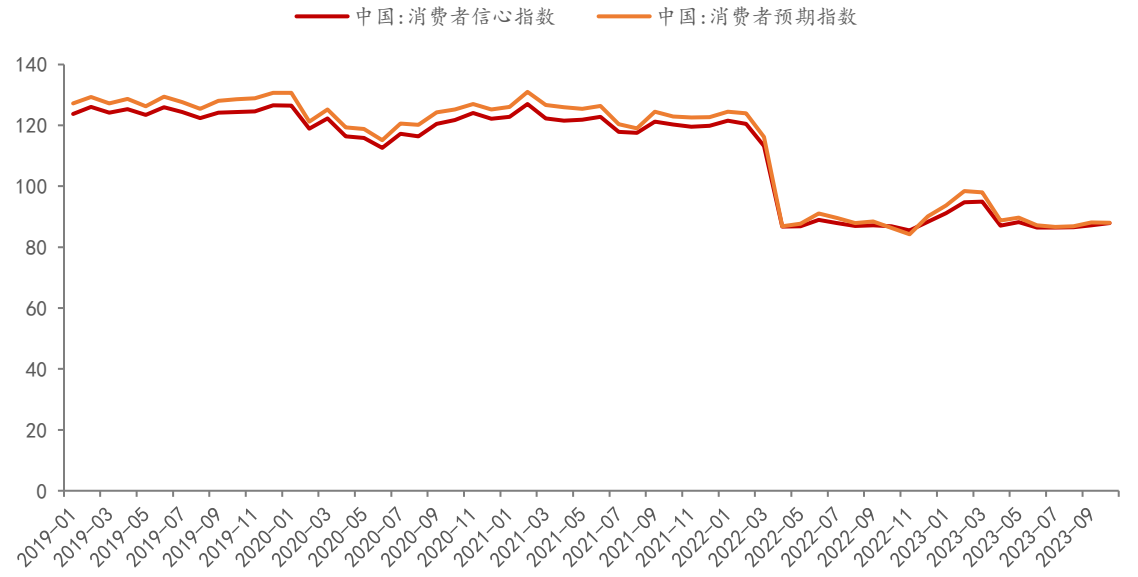
- ◆ **23年下半年消费弱势复苏：**我们认为2022年底至2023年5月受线下人流恢复叠加22Q2低基数影响，总体消费呈现复苏态势；其中，消费者信心指数和预期指数自2022年11月至2023年Q1总体呈现上升趋势。23年5月以来，总体消费弱势复苏趋势显现，社零增速放缓，消费者信心指数和预期指数疲软。8月以来社零增速环比改善。
- ◆ **化妆品：**美妆大盘增长放缓，消费整体呈现弱复苏趋势。我们认为美妆个护板块具备高粘性和消费韧性，随着2024年消费信心回暖，以及理性消费趋势下，我们预计未来能够把握市场需求动向、综合能力突出的国货美妆龙头有望逐渐提升市场份额和抢占消费者心智。

图1 中国社零总体及化妆品当月同比 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图2 中国消费者信心指数和预期指数



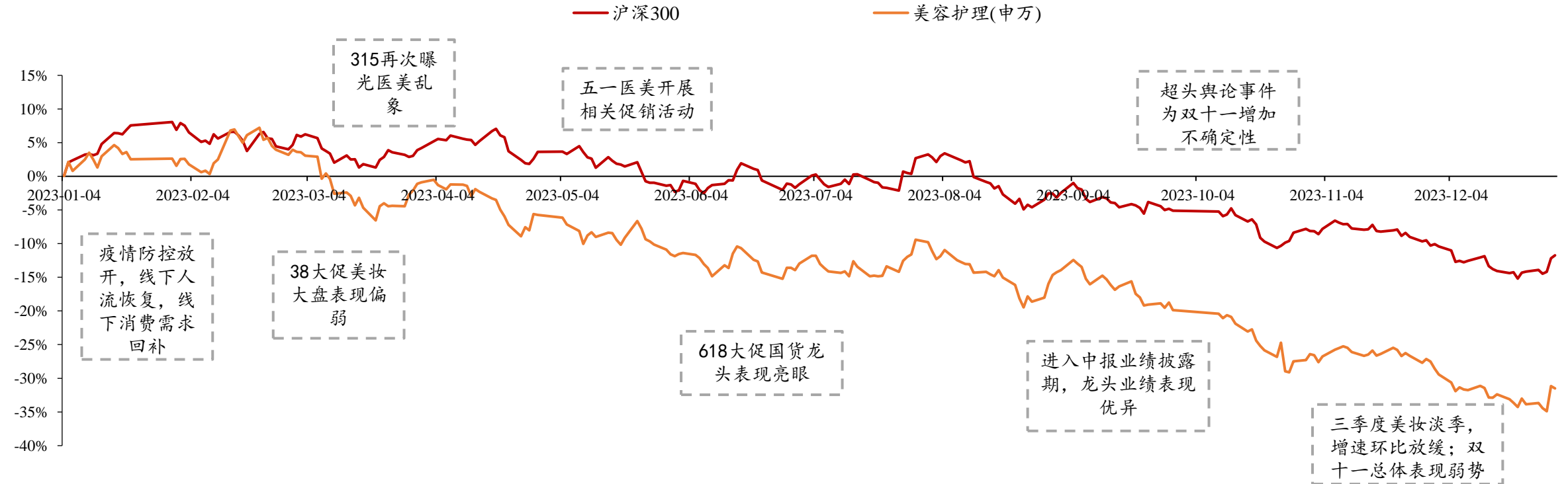
资料来源: Wind, 上海证券研究所



## 1.2 行情回顾：年初至今美容护理表现弱于大盘，估值持续下探

- ◆ 美护板块跑输大盘：截至2023年12月30日，美容护理（申万）板块较年初-32%，沪深300较年初-14%，板块总体表现弱于大盘。
- ◆ 医美：我们认为年初受益于线下人流恢复，需求回补；我们认为5月以来受五一及暑期出行分流影响表现平淡，十一假期延续弱复苏趋势。
- ◆ 美妆：我们认为上半年受益于疫情放开消费复苏及去年二季度低基数；下半年受三季度美妆消费淡季及双十一表现弱势影响。

图3 美护板块行情复盘（更新时间20231230）



资料来源：Wind，腾讯网，青眼，新浪网，星图数据，上海证券研究所



## 1.3 基金持股：Q3基金持仓美护占比环比有所下降

- ◆ 23Q3基金美护板块基金重仓持股总市值为113亿元，同比-45%，环比-15%。
- ◆ 持股市值占基金净值比合计为0.04%，同比-0.04%，环比-0.01%。持股市值占基金股票投资市值的比合计为0.19%，同比-17%，环比-2.9%。

表1 美容护理板块三季度基金重仓持股情况

名称	持股总市值 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)	持股市值占基金 净值比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	持股市值占基金股票投 资市值比 (%)	环比 (%)	同比 (%)
爱美客	70.90	-19.24%	-43.84%	0.03%	-0.01%	-0.02%	0.12%	-0.02%	-0.10%
珀莱雅	11.79	-52.02%	-52.22%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.02%	-0.02%	-0.02%
科思股份	9.22	5.64%	8.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%
贝泰妮	5.87	131.62%	-86.01%	0.00%	0.00%	-0.01%	0.01%	0.01%	-0.06%
巨子生物	4.32	-	-	0.00%	-	-	0.01%	-	-
百亚股份	4.11	-10.62%	-	0.00%	0.00%	-	0.01%	0.00%	-
上海家化	2.33	-30.53%	188.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
水羊股份	1.32	787.74%	1740.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
华熙生物	1.14	44.44%	-71.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
锦波生物	0.67	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
L'OCCITANE	0.47	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
洁雅股份	0.33	75.14%	-	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%	-
中顺洁柔	0.09	-15.97%	4003.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
倍加洁	0.08	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
恒安国际	0.06	-	553.82%	0.00%	-	0.00%	0.00%	-	0.00%
稳健医疗	0.04	-91.15%	-61.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
豪悦护理	0.03	163.90%	-	0.00%	0.00%	-	0.00%	0.00%	-
诺邦股份	0.02	-67.30%	-83.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
嘉亨家化	0.00	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
力合科创	0.00	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
登康口腔	0.00	-	-	0.00%	-	-	0.00%	-	-
合计	112.79	-15.42%	-45.37%	0.04%	-0.01%	-0.04%	0.19%	-2.86%	-16.82%

资料来源：wind，上海证券研究所



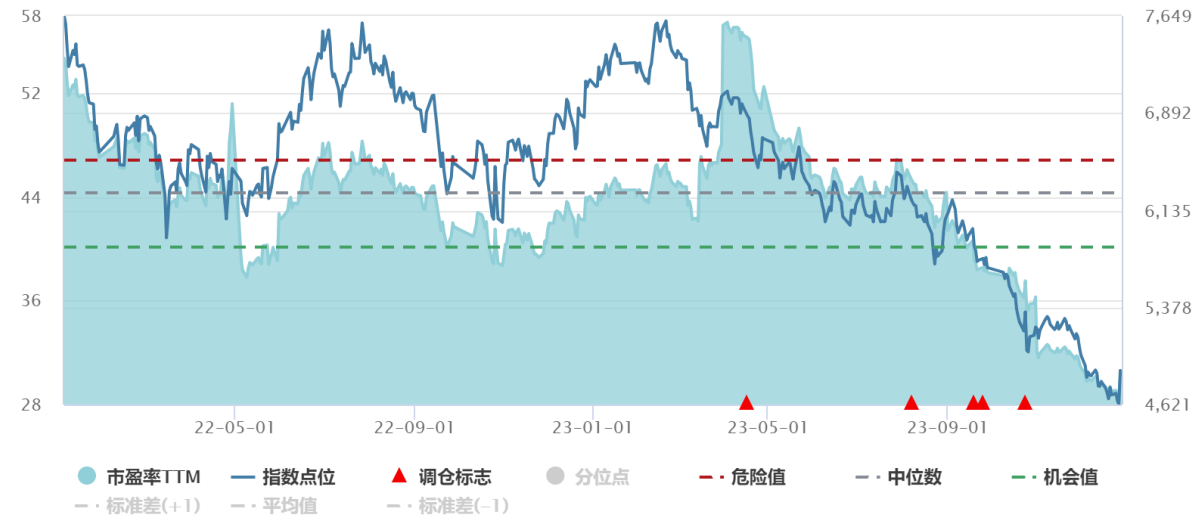
# 1.4 个股：Q3业绩环比放缓，24年估值具备性价比

- ◆ **美妆**：三季度为美妆淡季，同时受618及双11的影响，板块中主要标的营收增速环比有所放缓。龙头珀莱雅仍保持20%+的较快增速，防晒剂龙头科思股份淡季不淡延续高增；此外，贝泰妮、丸美股份营收端改善，我们认为公司渠道、组织等调整成果初显。
- ◆ **医美**：我们认为受三季度暑期出游、总体消费弱复苏等影响，三季度医美总体表现平淡，龙头爱美客增速环比放缓，估值回调；胶原蛋白赛道持续升温，锦波生物业绩持续高增。

表2 美护主要标的23Q3业绩一览（20231230更新）

	证券简称	营收增速 (%)				归母净利润增速 (%)				PE (2024E)
		Q1	Q2	Q3	Q1-Q3	Q1	Q2	Q3	Q1-Q3	
美妆	珀莱雅	29	46	21	32	31	110	24	51	28
	贝泰妮	7	21	26	19	8	17	6	12	18
	华熙生物	4	5	-17	-2	0.37	-18	-56	-24	30
	科思股份	42	48	36	42	176	114	73	111	12
	福瑞达	-14	-64	-75	-60	95	-50	234	55	20
	丸美股份	25	34	46	34	20	1	1,367	45	28
	水羊股份	0	8	-5	1	25	119	4	51	16
	上海家化	-6	3	-11	-5	16	269	-40	26	19
	润本股份			1	21			16	37	26
	敷尔佳	5	7	-5	2	-1	-1	-37	-17	17
	嘉亨家化	-15	11	-6	-5	-67	-16	-43	-46	18
	青松股份	-42	-28	-29	-33	22	86	100	90	21
医美	爱美客	46	83	18	46	51	77	13	44	24
	华东医药	13	11	4	9	7	7	18	10	20
	江苏吴中	38	43	-32	9	270	97	40	123	42
	锦波生物	98	110	106	106	181	176	169	174	42
	朗姿股份	21	22	23	22	6,985	369	332	586	26
	昊海生科	29	42	9	25	33	1,130	34	102	33

图4 美容护理（申万）PE (TTM) 变化 (20231230更新)



资料来源：wind, 上海证券研究所



# 目录

## Content

---

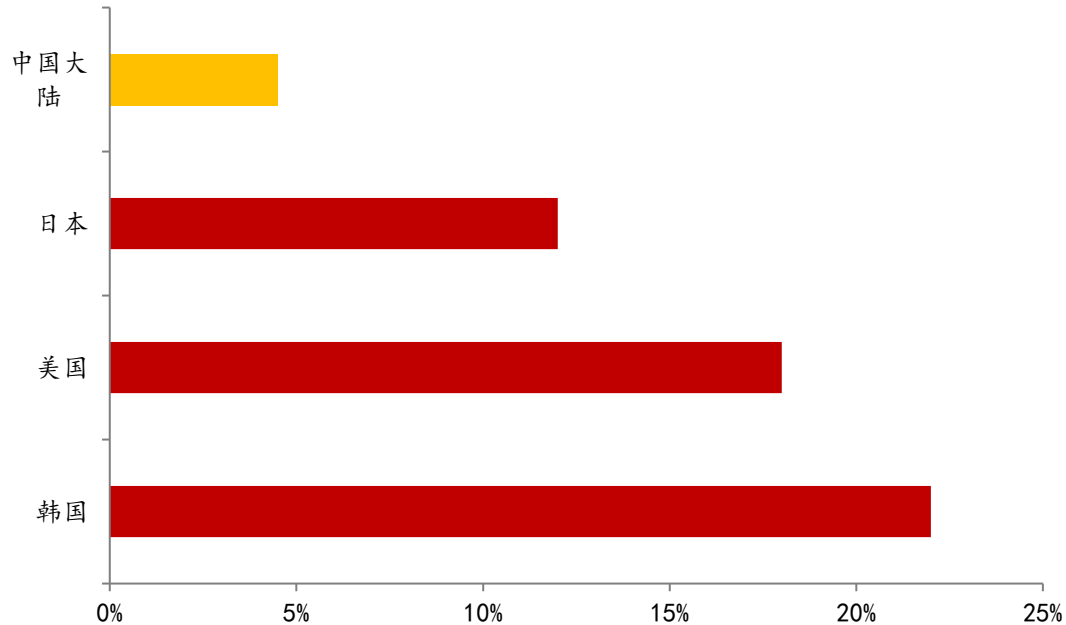
- 一、行业回顾：消费渐进复苏，美护板块估值回调
- 二、医美：长期渗透率提升趋势不改，短期关注新品放量催化
- 三、化妆品：行业重塑品牌分化，优选国货龙头
- 四、风险提示



## 2.1 长期渗透提升逻辑不改，行业规模保持较快增长

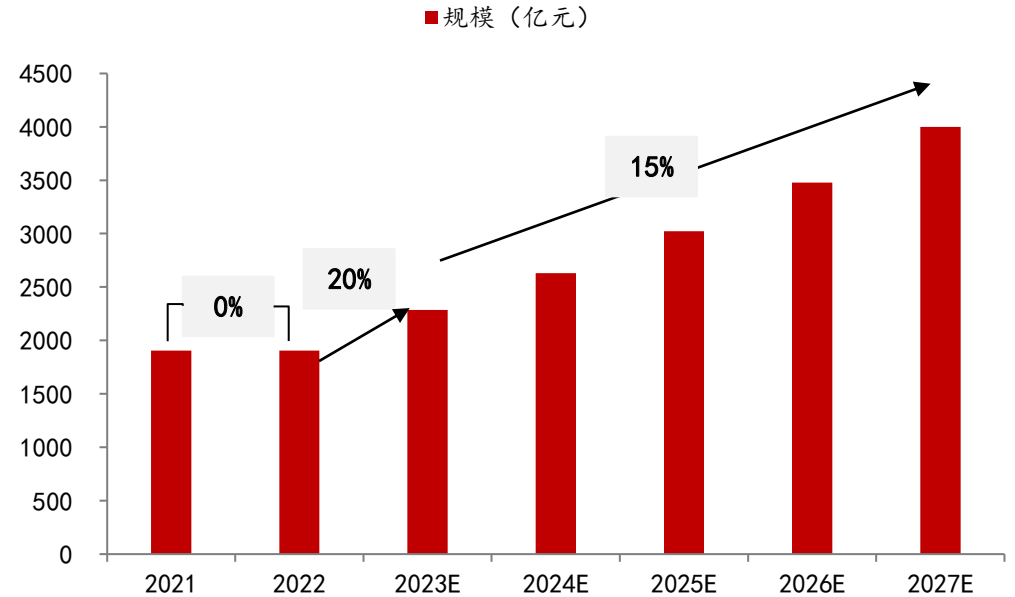
- ◆ **国内医美渗透率仍处于较低水平。**根据华经产业研究院，2022年中国医美项目渗透率为4.5%，较日本11.3%、美国17.2%和韩国22.0%仍有较大提升空间。长期来看医美行业渗透率提升、单人疗程数增加依然有较大发展空间。
- ◆ **预计医美行业仍保持较快增速。**根据《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，2023年疫后消费修复，预计整体医美市场增速可达20%左右；未来四年预计市场将保持15%左右的年复合增长。

图5 2022年医美渗透率比较 (%)



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

图6 医美行业规模 (%)



资料来源：《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，艾尔建美学与德勤管理咨询分析，上海证券研究所



## 2.2 医美消费粘性大，需求多元化

- ◆ **“熟龄”消费者为医美主力军，具有一定的消费能力。**根据Mob研究院2023年8月的数据，从年龄分布看，约80%的求美者年龄在25岁以上；职业分布上，60%为企业白领。并且对于进行过医美的人群中，未来是否会进行类似医美项目的选择中，67%的消费者表示会，医美消费具有较强粘性。
- ◆ **消费者需求更加多元，关注新产品。**根据《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，消费者的关注点从局限在面部逐步拓展至身体、牙齿、头发等部位，因此医美机构和厂商需要持续开发新产品。

图7 医美消费人群年龄分布 (%)

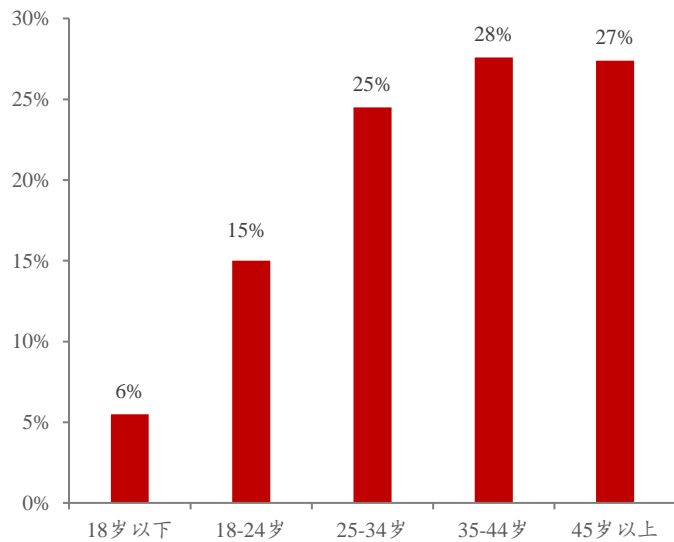


图8 医美消费人群职业分布 (%)

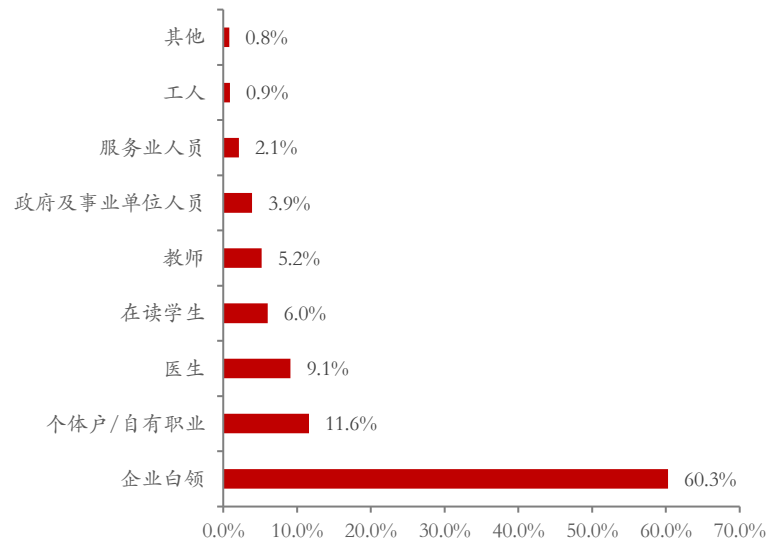
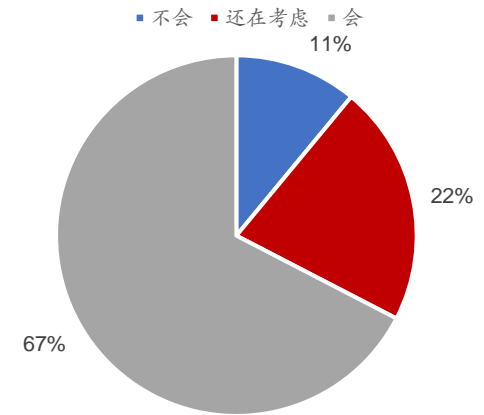
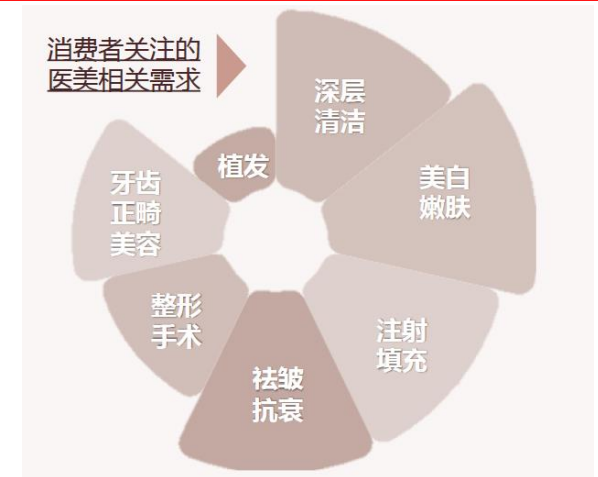


图9 未来是否进行类似医美项目选择



资料来源: Mob研究院《2023年医美人群洞察报告》，上海证券研究所

图10 消费者关注的医美相关需求



资料来源:《中国医美行业2023年度洞悉报告》，艾尔建美学与德勤管理咨询分析，上海证券研究所

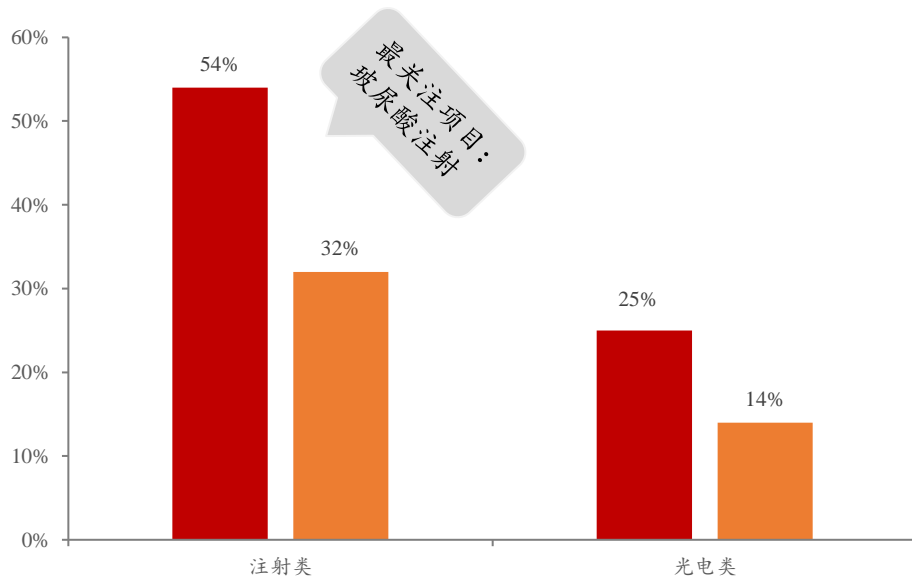
资料来源: Mob研究院《2023年医美人群洞察报告》，上海证券研究所

资料来源: Mob研究院《2023年医美人群洞察报告》，上海证券研究所

## 2.3 玻尿酸：仍是重要注射项目，细分适应症+高端新品

- ◆ **玻尿酸注射仍是重要项目，长期规模无虞。**根据《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，（1）医美高端消费人群54%关注注射类项目，其他人群32%关注注射类项目。注射类项目中最关注的是玻尿酸注射。（2）消费者关注注射类项目，玻尿酸作为医美入门级产品，仍然是求美者主要的关注项目，因此我们认为玻尿酸长期规模无需担忧。
- ◆ **短期通过新适应症+高端化带动增长：**我们认为玻尿酸产品竞争加剧，短期可以拓展新适应症，由单一部位适应症拓展到全面部多部位适应症，从而提升客单。此外，我们认为医美上游厂商通过加强技术研发，推出功效、安全性都方面更优的新品，拓展高端市场。

图11 医美高端消费人群top关注项目 (%)



资料来源：《中国医美行业2023年度洞悉报告》，艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，上海证券研究所

图12 玻尿酸填充剂适应症变化



资料来源：《中国医美行业2023年度洞悉报告》，艾尔建美学与德勤管理咨询消费者调研，上海证券研究所



## 2.3 再生类：功效更强，持续放量

- ◆ **再生类产品功效更强：**再生材料属于一种胶原蛋白刺激剂，通过刺激胶原蛋白再生来达到填充塑形及紧致抗衰的作用，从而达到皮肤年轻化的效果，具有效果自然、更长效、抗衰老等优势。
- ◆ 目前市场上主要有三款获批：濡白天使、伊妍仕和艾维岚。其中少女针和濡白天使均无需复配，拥有即刻效果。
- ◆ 我们认为再生类产品仍处于市场教育的阶段，随着厂商和机构端推广增长以及更多新打法的开发，我们看好其持续放量。

表3 主要再生类产品比较

代表产品		伊妍仕少女针	艾维岚童颜针	濡白天使
公司		华东医药	长春圣博玛	爱美客
获批时间		2021年	2021年	2021年
特点		首款获批 PCL+CMC 复合 再生针剂	首款获批 纯 PLLA 注射产品	首款获批 PLLA+ 玻尿酸再生塑型产品
证件		三类医疗器械证	三类医疗器械证	三类医疗器械证
再生成分	组分	PCL	PLLA	PLLA
	形态	微球	微球	微球
	再生力	单重刺激	双重刺激	双重刺激
	代谢途径	不明确	二氧化碳+水	二氧化碳+水
母液成分	组分	CMC	—	HA
	形态	凝胶	溶液	凝胶
	即刻效果	无需复配、即刻效果	复配、无即刻效果	无需复配、即刻效果
功能定位		填充	肤质改善	塑型

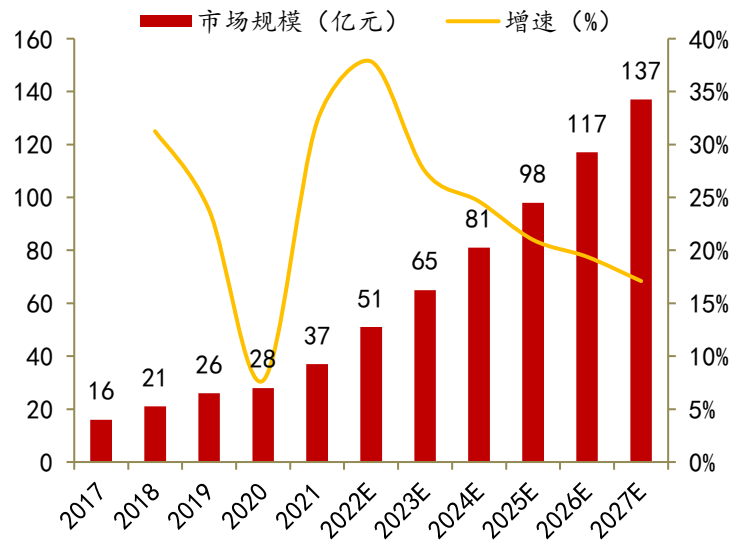
资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



## 2.3 胶原蛋白：重组胶原性能更优，空间仍待挖掘

- ◆ 重组胶原蛋白解决了动物源的安全问题，且合成周期较短，原料成本便宜，可产生规模效应。根据巨子生物招股书，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%，2027年预计为137亿元，2022~2027CAGR预计为22%。我们认为随着市场对于胶原蛋白的认知逐渐提升以及价格更低的重组胶原蛋白获批，预计胶原蛋白市场规模保持快速增长。
- ◆ 重组胶原蛋白技术壁垒高。2021年锦波生物III类重组胶原蛋白获批，薇旖美上市，标志着我国打通了人源化胶原蛋白全链条技术0到1的原创性成果突破。巨子生物、江苏吴中等企业纷纷入局，预计2024和2025年有望陆续获批上市。

图13 胶原蛋白市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，巨子生物招股书，上海证券研究所

表4 动物&重组胶原蛋白对比及分析

性质	动物胶原蛋白	重组胶原蛋白
原材料	牛蹄筋（占比约1/3）、猪蹄、鱼皮	大肠杆菌、酵母菌
技术与成本	固定成本：单次设备成本较低； 生产成本：原材料成本较高； 周期时间：提取周期长，1个月左右； 总结：难以实现量产	固定成本：技术研发与设备成本较高； 生产成本：原材料成本较低； 周期时间：提取周期短，10天左右； 总结：可实现大规模量产
安全性	可能存在病毒感染引起人体免疫反应	可有效避免病毒隐患及人体免疫反应
技术成熟度	技术较为成熟	技术尚不成熟、支撑性暂未得到验证
稳定性	多重螺旋结构，稳定性优越	单螺旋结构，水溶性与保湿效果良好
代表企业	双美生物（胶原蛋白注射剂）等	锦波生物（重组胶原蛋白注射剂）等

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

表5 巨子生物胶原蛋白三类械研发进展

产品名称	进展	注册类别	预计上市日期
重组胶原蛋白液体制剂	临床	三类	2024Q1
重组胶原蛋白固体制剂	临床	三类	2024Q1
重组胶原蛋白凝胶	产品开发	三类	2025H1
交联重组胶原蛋白凝胶	产品开发	三类	2025H1

资料来源：巨子生物招股书，上海证券研究所

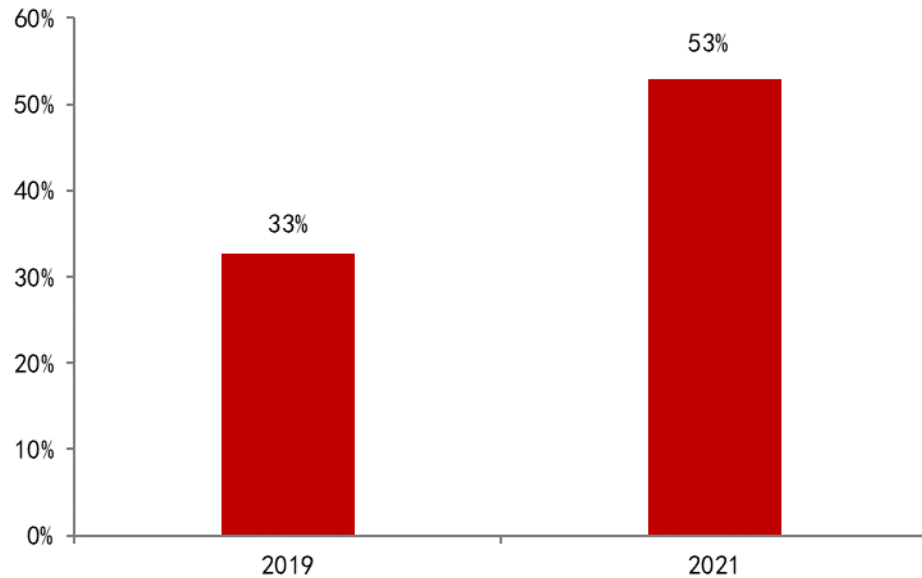


## 2.3 肉毒：拓客属性强，关注拿证进展

◆ **肉毒素拓客属性强，市场快速增长。**肉毒素可作用于多个身体部位，具备多种联合应用场景，与多种产品搭配实现“1+1>2”的效果，从而提升产品的复购率，同时也得益于其较高的安全性，具备较好的拓客属性。根据艾瑞咨询和新氧大数据，2019年到2021年肉毒素占注射类医美市场的比重由32.7%提升至52.9%。根据华经产业研究院数据，2022年中国合规渠道肉毒素市场规模为83亿人民币，预计至2023年中国肉毒素市场将达到97.58亿人民币，2017-2023年复合年均增长率16.37%。

◆ **国内仅四款肉毒素正式获批。**目前包括爱美客、华东医药、复星医药等公司均有肉毒产品在研。

图14 2019&2021年肉毒素在注射类医美消费市场占有率对比



资料来源：艾瑞咨询，新氧数据研究院，上海证券研究所

表6 国内肉毒素竞争格局（不完全统计）

品牌	国内合作企业/企业	产地	进展
衡力	兰州生物	中国	已获批
保妥适	艾尔建	美国	已获批
吉适	益普生	英国	已获批
乐提葆	四环医药	韩国	已获批
爱美客	Hutox	韩国	完成III期临床试验，整理注册申报阶段
精鼎制药	Xeomin	德国	上市审评审批阶段
山东步长制药	INIBO	韩国	完成二期临床
昊海生科	Eirion	美国	临床
复星医药	RT002	美国	上市申请获受理
复星医药	Myobloc	美国	完成三期临床
康哲药业	BMI	韩国	获得独家许可权利
因明生物	YY001	中国	准备三期临床

资料来源：GALAYOUNG轻医美，华经产业研究院，极目新闻，智通财经，界面新闻，康哲药业官网，上海证券研究所

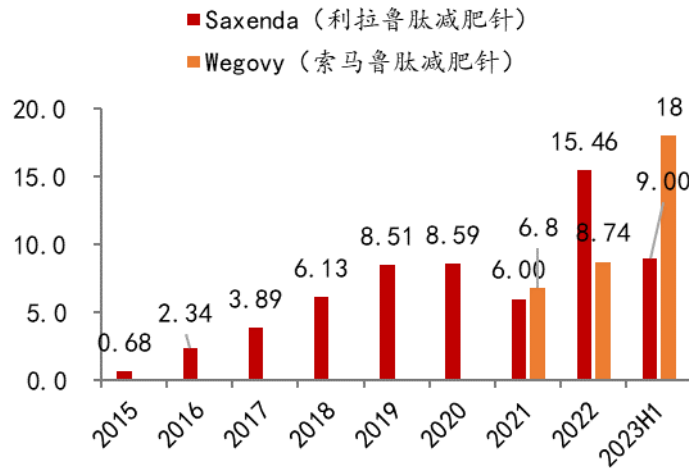




## 2.3 减重：利拉鲁肽减重适应症获批，减肥药风起

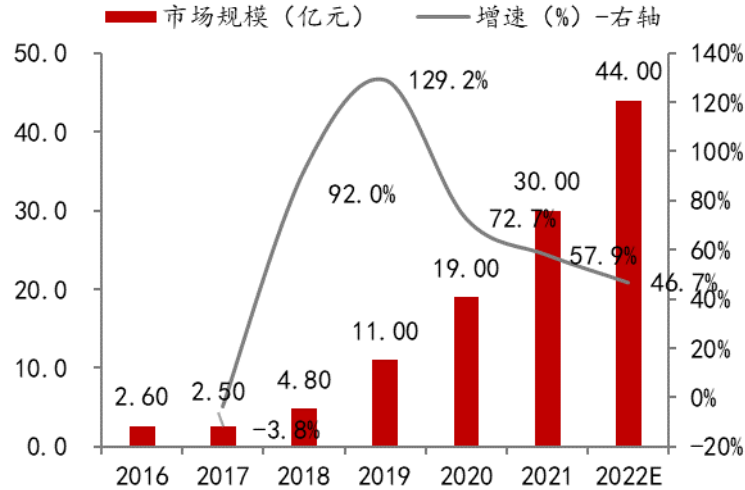
- ◆ **国内首个glp-q药物肥胖适应症获批，预计减肥药市场快速增长。**根据弗若斯特沙利文的数据，预计2022年国内减肥药市场规模为44亿元，同比+46.7%。预计2030年全球减肥药市场达到115亿美元，2021-2030年CAGR为16%。**2023年7月底华东医药利拉鲁肽肥胖或者超重适应症获批，成为国内首款获批该适应症的GLP-1药物。**
- ◆ **原研诺和诺德，从销售额看，2022年利拉鲁肽减肥针（Saxenda）15.46亿美元、索马鲁肽减肥针（Wegovy）8.74亿美元，减肥适应症合计约24亿美元。23H1分别实现9和18亿美元销售额，合计27亿美元。**
- ◆ **礼来的替尔泊肽（GLP-1R/GIPR）2023上半年总销售额达到15.5亿美元，仅第二季度销售额就达到9.8亿美元，环比增长72%。礼来公司预计替尔泊肽2023年销售额将达40亿美元。**

图15 Saxenda和Wegovy销售额（亿美元）



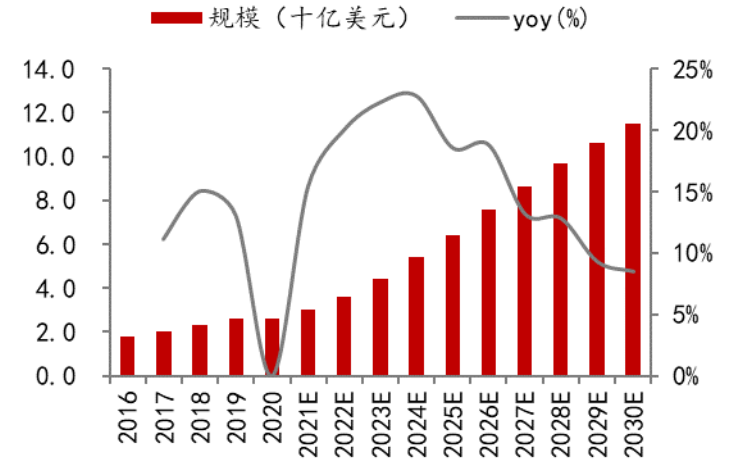
资料来源：同写意Biotech，上海证券研究所

图16 中国减肥药市场规模（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中商情报网，上海证券研究所

图17 全球减肥药物市场规模及预测



资料来源：弗若斯特沙利文，翰宇药业公众号，上海证券研究所



## 2.3 光电：射频类调整为三类监管，或加速国产替代

- ◆ 医美光电类受消费者青睐，根据艾瑞咨询数据，2022年占中国非手术类医美项目的比重达到53%。根据能量源形式分为激光、射频、超声等项目。
- ◆ 2024年4月射频类按三类械监管：2022年3月，国家药监局发布关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告，对于射频治疗仪类产品调整为三类监管。2023年4月国家药监局器审中心发布《射频美容设备注册审查指导原则》进一步规范射频美容设备的管理。自2024年4月1日起，射频治疗仪、射频皮肤治疗仪类产品未依法取得医疗器械注册证不得生产、进口和销售。
- ◆ 射频治疗仪对应医美项目主要包括热玛吉、热拉提等。目前国内射频类设备以进口品牌为主，2021年以来半岛医疗等多个国产品牌获批。

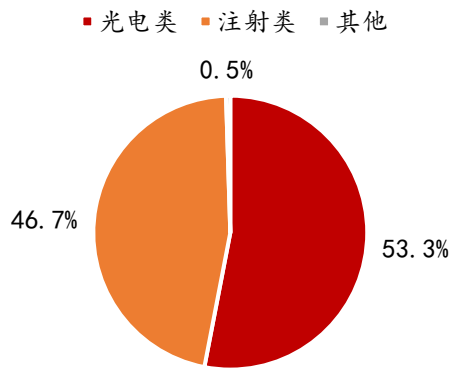
表7 主要光电医美项目

能量源形式	工作原理	医美领域的应用	代表产品
激光	利用核心部激光器所发出的不同波段激光与生物组织间发生光子生物学效应，不伤害周边皮肤组织	祛斑及纹身、嫩肤、脱毛、痤疮治疗、疤痕修复等	二氧化碳激光、皮秒激光
强脉冲光	由氙弧灯产生的强光，经由不同滤光片滤过，以获取制定波长范围内的光能量，达到选择性破坏色素、毛囊、血管等结构，同时一定程度上刺激真皮胶原纤维增生的美容效果	嫩肤、脱毛等	光子嫩肤
射频	加热皮肤层，热量会使得水分子与纤维胶原蛋白分离，达到立刻收紧皮肤作用，同时刺激新的胶原蛋白再生而进一步收紧皮肤	修身、紧致、私密美容等	热玛吉、热拉提
聚焦超声	利用高强度聚焦式超声波，作用于皮下，聚集热能，温度可达到 65°C-70°C，在不伤害皮肤表面的同时，作用于真皮层、脂肪层、筋膜层，起到拉紧松弛皮肤，溶脂塑形并刺激胶原蛋白再生的效果，与上述技术相比作用层级较深	面部、颈部提拉、减脂等	Ultherapy (FDA获批)、优立塑 (NMPA获批)
冷冻溶脂	利用脂肪细胞不耐冷的特征，在特定低温环境下使细胞结晶，并且凋亡，最终通过新陈代谢将脂肪细胞排出体外，从而达到减脂塑形的效果	NMPA获批腹部和腰部适应症	酷塑

表8 中国已上市射频医美设备

公司名称	国家	获批产品数量	最早获NMPA批准时间
EndyMed 欧华美科	以色列，被昊海生物收购	1	2014年
Alma 飞顿	以色列，被复锐医疗收购	3	2014年
Jeisys 杰西思	韩国，与爱美客签订经销协议	1	2014年
Solta Medical 索塔	加拿大	1	2015年
Syneron 赛诺龙	以色列	3	2015年
Viora 华诺美容	以色列	1	2015年
维奥	韩国	1	2015年
Lutronic 路创丽	韩国	1	2016年
BTL 实业	英国	2	2017年
InMode 盈美特	以色列	2	2020年
武汉中科科理	中国	1	2015年
光燧激光	中国	1	2019年
德技	中国	1	2021年
热芙美	中国	1	2021年
顺博医疗	中国	1	2021年
半岛医疗	中国	1	2022年

图18 22年中国非手术类医美市场项目结构



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



资料来源：蛋壳研究院，动脉网，上海证券研究所

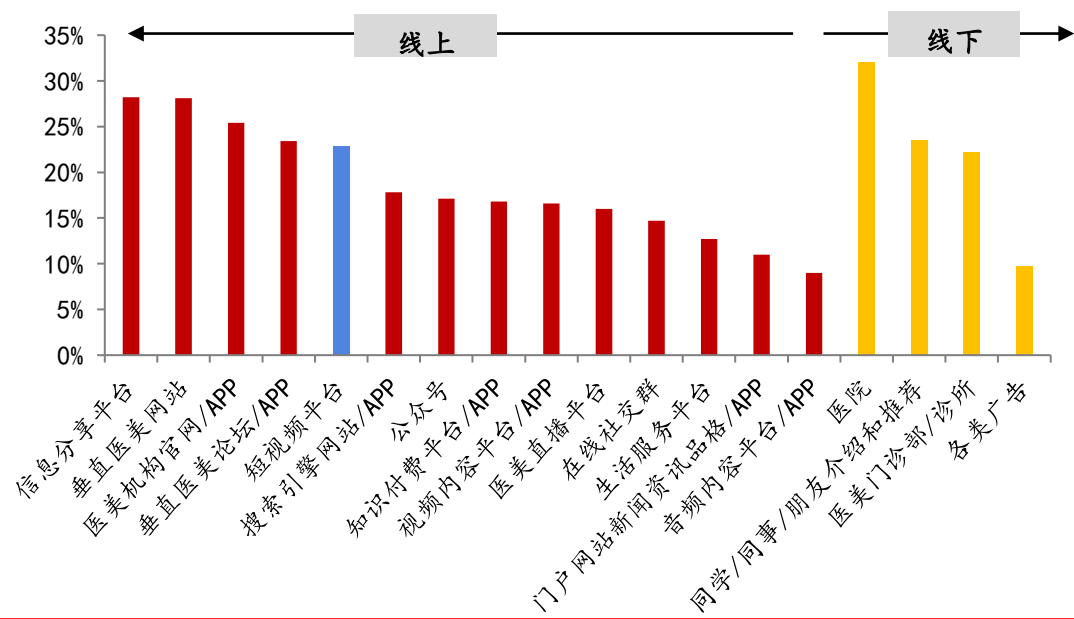
资料来源：蛋壳研究院，NMPA，动脉网，上海证券研究所



## 2.4 机构：营销多元化，龙头优势凸显

- ◆ **消费者线上+线下多渠道获取信息。** 艾瑞调研显示，2022年线上渠道占比增加，用户信息来源更加广泛。其中线上渠道，微博/小红书等信息分享平台、新氧等垂直类医美网站、医美机构官网/APP仍是用户的主要线上渠道，垂直类医美论坛、抖音/快手等短视频平台的发展也为用户创造了新的信息池。
- ◆ **进入私域流量时代，微博、抖音等成为营销主要渠道。** 2020年以后由于公域流量变现速度放缓，挖掘老客户价值成为重点，机构更加重视“私域流量”管理，通过推广自身品牌吸引客户到私域流量池。微博、微信、抖音、小红书、直播平台等成为主要获客渠道，公域导流+私域流量管理，多点精准营销，深入服务用户，信息透明度提高。

图19 2022年中国医美用户信息获取渠道



资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

表9 中国医疗美容机构营销获客方式演变历程

时间	时代	获客模式	营销特点	主要渠道
2000-2007	传统媒体时代	线下广告展示	粗放式投放、获客成本较高、信息透明度低、客户信任度较低	户外广告、电视广告等
2007-2016	搜索引擎时代	线上搜索引擎关键词竞价，公域流量	粗放式投放、获客成本较高、信息透明度低、流量红利殆尽后变现困难、“魏则西”事件降低公众信任度	百度、谷歌等
2016-2020	电商平台时代	第三方电商平台、垂直类O2O线上平台导流，打造真实内容生态	精准投放、获客成本较低，信息透明度提高、降低了信息不对称	美团、京东、阿里等综合类医美平台；新氧、美呗、更美、悦美等垂直类医美平台
2020-至今	私域流量时代	微信公众号、自媒体、直播导流，KOL吸引用户	公域导流+私域流量管理，多点精准营销，深入服务用户，维系老客户，信息透明度提高，用户转化率提高	微博、微信、抖音、小红书、直播平台等

资料来源：艾瑞咨询，上海证券研究所



## 2.5 投资主线：关注高增细分赛道+新品上市预期标的

- ◆ **投资主线一：**产品特性优良，处于市场教育初期，消费者心智持续提升，市场规模有望持续高增的胶原蛋白细分赛道，推荐标的锦波生物（薇旎美已获批）、巨子生物（24年有望获批）、江苏吴中（24年有望进临床）。
- ◆ **投资主线二：**关注2023H2上市放量及2024年预期有新品获批上市的标的，爱美客（如生天使、颈部填充适应症）、巨子生物（胶原蛋白三类械）、江苏吴中（爱塑美童颜针）、华东医药（利拉鲁肽减肥适应症）、昊海生科（姣兰新适应症、第四代玻尿酸）、复锐医疗科技（肉毒素）。
- ◆ **投资主线三：**盈利能力持续修复的医美终端机构朗姿股份。

表10 主要医美标的估值一览

	证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润（亿元）				PE			CAGR	PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
医美	300896.SZ	爱美客	294.3	12.64	19.01	26.40	35.20	33	24	18	36.08%	0.7
	2367.HK	巨子生物	35.6	10.02	13.45	17.45	22.13	24	18	15	28.26%	0.7
	832982.BJ	锦波生物	261.3	1.09	2.66	4.27	5.82	67	42	31	47.81%	0.9
	000963.SZ	华东医药	41.5	24.99	29.45	35.72	43.26	25	20	17	21.19%	1.0
	1696.HK	复锐医疗科技	5.3	0.40	0.45	0.55	0.68	7	6	5	23.12%	0.2
	600200.SH	江苏吴中	8.2	-0.76	0.15	1.38	2.31	399	42	25	296.60%	0.1
	688366.SH	昊海生科	108.3	1.80	4.51	5.61	6.78	41	33	27	22.66%	1.5

资料来源：wind，上海证券研究所

备注：归母净利润和PE均来自wind一致预期，更新时间20231230



# 目录

## Content

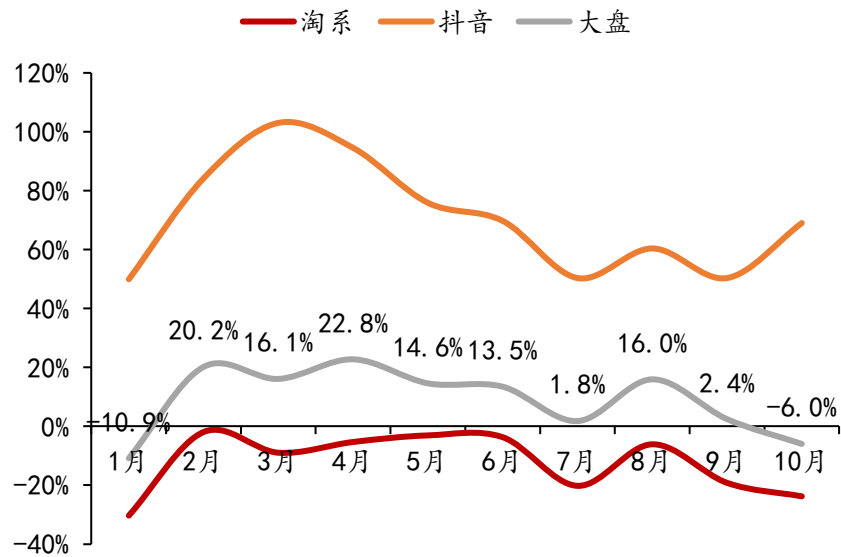
---

- 一、行业回顾：消费渐进复苏，美护板块估值回调
- 二、医美：长期渗透率提升趋势不改，短期关注新品放量催化
- 三、化妆品：行业重塑品牌分化，优选国货龙头**
- 四、风险提示

### 3 化妆品：行业整体表现平淡，品牌延续分化

- ◆ **美妆大盘增长放缓，兴趣电商增势不减。** 行业消费整体呈现温和复苏趋势，叠加大促背景下美妆大盘（线上主要电商渠道）Q3表现平淡，抖音渠道逆势高增。我们认为美妆个护板块具备高粘性和消费韧性，我们认为随着2024年消费信心回暖，以及理性消费趋势下，静待2024年美妆消费复苏。
- ◆ **化妆品品牌业绩分化，增速放缓迎来格局优化。** 回顾重点品牌的业绩情况，可以看到大部分公司业绩增速放缓，龙头分化、马太效应凸显，我们认为未来重视科技硬实力和营销软实力，多品牌矩阵、新兴渠道铺设成为企业发展的重要契机。

图20 线上美妆大盘增速表现



资料来源：生意参谋、魔镜市场情报，飞瓜数据，久谦中台，上海证券研究所

表11 头部重点公司业绩复盘 (20231230更新)

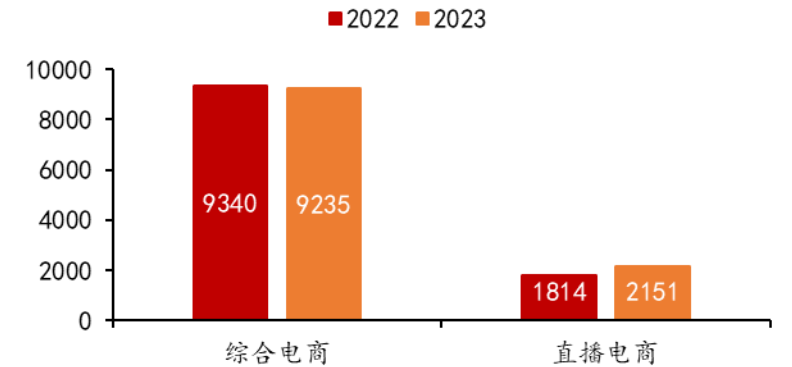
证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业总收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
			2021	2022	23Q1-Q3	2021	2022	23Q1-Q3
603605.SH	珀莱雅	394	46.33	63.85	52.49	5.76	8.17	7.46
688363.SH	华熙生物	322	49.48	63.59	42.21	7.82	9.71	5.14
300957.SZ	贝泰妮	289	40.22	50.14	34.31	8.63	10.51	5.79
600223.SH	福瑞达	98	123.63	129.51	33.95	3.62	0.45	2.38
300740.SZ	水羊股份	65	50.1	47.22	33.77	2.36	1.25	1.8
603983.SH	丸美股份	101	17.87	17.32	15.36	2.48	1.74	1.74
600315.SH	上海家化	143	76.46	71.06	50.91	6.49	4.72	3.94
300856.SZ	科思股份	105	10.9	17.65	17.74	1.33	3.88	5.36
2367.HK	巨子生物	354	15.55	23.75	-	8.28	10.02	-
832982.BJ	锦波生物	178	2.33	3.9	5.17	0.57	1.09	1.92

资料来源：Wind，上海证券研究所

### 3.1 渠道趋势：电商红利减弱，兴趣电商竞争激烈，传统电商流量见顶

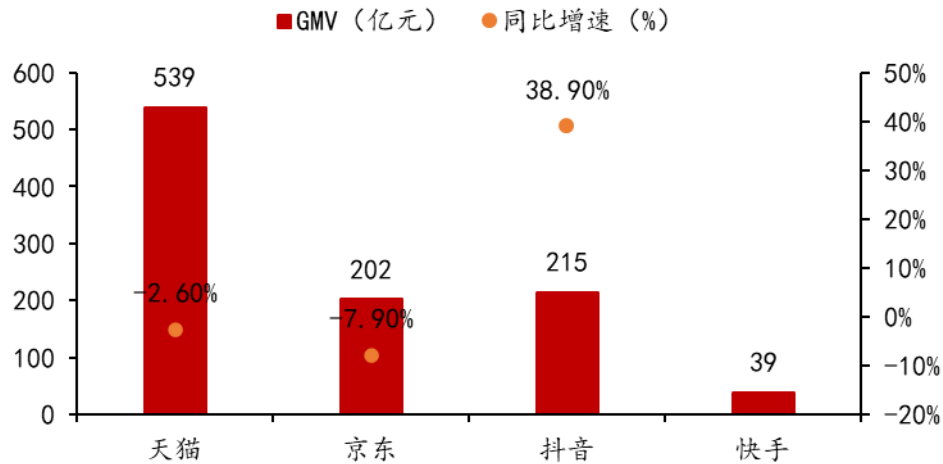
◆ 弱需求下行业疲软，传统电商增长放缓，以抖音、快手为代表的兴趣电商平台竞争愈发激烈。据星图数据统计，2023年双十一期间（10.31-11.11），全域电商平台（综合电商+直播电商平台）实现GMV累计11386亿元，同比+2.08%。分渠道看，综合电商平台GMV为9235亿元，同降1.12%，天猫占据综合电商平台榜首位置。直播电商GMV为2151亿元，同增18.58%。分品类看，综合电商中个护美妆GMV为786亿元，同降4.38%，行业略有承压。分平台看，淘系依旧为最大美妆电商渠道但双十一期间同降2.6%；抖音仍处于高增期，抖音双十一GMV达215亿元，同增38.9%。从品牌看，天猫平台中国际大牌仍就占据绝对优势，抖音随着更多国际品牌布局格局发生较大变化，2023年国货龙头与国际大牌平分秋色。我们预计未来抖快等新兴渠道竞争将持续激烈，产品力、品牌力成为突围关键。

图22 2022-2023年各类电商平台双十一GMV水平（亿元）



资料来源：星图数据，上海证券研究所

图21 23年传统电商增速同比下滑，兴趣电商实现高增



资料来源：星图数据，青眼，化妆品观察，上海证券研究所  
备注：快手GMV统计期间为10月18日-11月11日

表12 近三年天猫、抖音平台双十一美妆TOP10（抖音美妆竞争格局变化大）

排名	近三年天猫平台美妆TOP10			近三年抖音平台美妆TOP10		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
1	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅	后/WHOO	后/WHOO	珀莱雅
2	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	雪花秀	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	觅光	韩束
4	后/WHOO	OLAY	雅诗兰黛	SK-II	海蓝之谜	欧莱雅
5	资生堂	珀莱雅	薇诺娜	韩束	欧莱雅	兰蔻
6	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	雅萌	SK-II	海蓝之谜
7	OLAY	海蓝之谜	OLAY	花西子	珀莱雅	赫莲娜
8	SK-II	SK-II	修丽可	薇诺娜	兰蔻	极萌
9	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜	自然堂	雅萌	觅光
10	赫莲娜	资生堂	娇兰	欧诗漫	欧诗漫	后

资料来源：青眼，化妆品观察，聚美丽，果集数据，上海证券研究所



### 3.1 渠道趋势：电商红利减弱，兴趣电商竞争激烈，传统电商流量见顶

◆ 龙头线上占比近八成以上，具备全要素竞争力的龙头企业有望抢占更多市场份额，占据更加稳固的行业地位。我们认为在大促虹吸效应的影响下，Q1、Q3淡季品牌增速均回落明显，在618、双十一催化下头部美妆公司边际改善。贝泰妮、珀莱雅、水羊股份线上业务占比近八成以上，头部美妆公司率先切入兴趣渠道抢占首波流量红利。但随着电商大盘整体流量红利减弱，我们预计国货化妆品品牌开始重回线下寻找价值。珀莱雅表示23H2将调整线下组织架构，贝泰妮也陆续开设品牌线下门店。我们认为行业强者恒强趋势显著，具备更强市场洞察及渠道运营能力的化妆品品牌或将稳定占据市场前列。

表13 2023年1-10月美妆大盘GMV及增速（亿元、%）

分类	平台		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
美护大盘	淘系	GMV	119.46	158.14	195.12	144.12	247.64	236.24	114.98	153.81	131.10	307.15
			82.37	102.85	125.74	116.11	130.07	127.27	98.36	130.78	110.45	161.96
	抖音	同比	-30.4%	-2.0%	-9.0%	-5.4%	-3.1%	-3.7%	-20.3%	-6.1%	-19.2%	-23.8%
			49.9%	84.2%	103.0%	94.5%	75.9%	69.7%	50.3%	60.4%	50.3%	69.0%
美容护肤	淘系	GMV	75.85	103.42	141.65	97.84	184.13	175.90	75.56	101.97	87.62	241.53
			57.37	75.00	100.00	91.11	100.00	100.00	69.26	95.87	75.06	120.07
	抖音	同比	-29.8%	1.0%	-9.0%	-11.0%	-3.9%	-4.0%	-20.3%	-8.6%	-22.1%	-25.6%
			41.0%	79.2%	104.8%	91.8%	75.1%	71.2%	45.6%	52.5%	33.4%	59.0%
香水彩妆	淘系	GMV	43.61	54.73	53.48	46.28	63.51	60.34	39.42	51.84	43.48	65.62
			25.00	27.85	25.74	25.00	30.07	27.27	29.10	34.90	35.38	41.90
	抖音	同比	-31.39%	-7.14%	-8.96%	9.24%	-0.68%	-2.82%	-20.11%	-0.99%	-12.89%	-16.45%
			75.16%	99.30%	96.52%	105.20%	78.37%	64.58%	62.94%	86.92%	105.61%	106.21%

表14 头部美妆公司旗下品牌猫旗+抖音销售额增速情况

地区	公司	品牌	23Q1	23Q2	23Q3
国内	贝泰妮	合计	-19.6%	16.2%	11.8%
		薇诺娜	-22.9%	14.9%	11.1%
		薇诺娜Baby	86.9%	50.7%	44.3%
	珀莱雅	合计	47.2%	65.5%	28.3%
		珀莱雅	40.4%	68.9%	27.5%
		彩棠	90.2%	49.1%	31.9%
	丸美股份	合计	98.4%	125.4%	74.8%
		丸美	85.8%	87.4%	83.5%
		恋火	119.3%	224.7%	64.4%
	福瑞达	合计	-4.2%	15.4%	20.4%
		瑗尔博士	2.1%	28.2%	6.0%
		颐莲	-14.3%	-4.2%	45.7%
国外	欧莱雅	合计	6.3%	24.2%	10.3%
		欧莱雅	21.4%	28.0%	8.1%
		兰蔻	-4.3%	19.2%	12.3%
	雅诗兰黛	雅诗兰黛	-17.8%	-0.6%	7.0%
	资生堂	资生堂	-16.8%	35.6%	-0.7%
	爱茉莉太平洋	雪花秀	-50.4%	-33.9%	19.9%
	LG健康	后	-4.4%	-11.2%	-48.4%

资料来源：生意参谋、魔镜市场情报，飞瓜数据，久谦中台，上海证券研究所





### 3.2 品牌营销趋势：内容精细化升级，新营销方式助力品牌破圈

◆ **抖音短剧**：韩束23年2月与抖音达人姜十七合作推出的系列短剧，短剧营销成功为国货打开破圈营销思路，韩束品牌实现较快增长，已在抖音平台连续7个月取得3位数增长。韩束播放量破亿，成功在年轻人客群中破圈，后续陆续推出其他新主题的短剧，播放量多在10亿左右。23年9月下旬，珀莱雅也在抖音平台推出了两部短剧，并在剧中推广其核心系列产品。我们认为国货品牌积极寻找突破增长瓶颈的新方法，营销助力破圈、提升品牌渗透成为长期发展的重要动力之一。

图23 美妆品牌微短剧一览表（不完全统计）

上线时间	品牌	微短剧名称	类型	集数	投放平台	播放量
2021.12.22	倩碧	《狐系女友惹不起》	奇幻甜宠	20	抖音	1.5亿
2022.06.30	爱茉莉	《人设外卖店》	霸总甜宠	14	优酷	2.4万人追剧
2022.10.02	丸美	《靠近双子星》	霸总甜宠	26	抖音	1.2亿
2022.10.11	韩熙贞	《破浪》	女性职场	22	抖音	1.0亿
2023.02.28	韩束	《以成长来装束》	霸总甜宠	16	抖音	6.5亿
2023.03.08	AHC	《命中注定就是你》	霸总甜宠	24	抖音	1.2亿
2023.04.02	韩束	《心动不止一刻》	霸总甜宠	16	抖音	11.8亿
2023.05.19	韩束	《一束阳光一束爱》	霸总甜宠	16	抖音	12.3亿
2023.09.10	珀莱雅	《反抗背后》	都市职场	/	抖音	/
2023.09.23	珀莱雅	《反击吧妻子》	家庭题材	/	抖音	/

资料来源：聚美丽，上海证券研究所



### 3.3 产品研发趋势：新成分新产品受关注，品牌多元化成为趋势

- ◆ **新成分、新品类受到研发关注，聚焦功效及技术，精准定位消费需求。** 国货美妆通过自研专利技术赋能产品，强化产品力。根据青眼情报，在其统计的2023年“618”大促20个黑马单品中，入选本榜单的护肤品共有13个，涵盖水乳、精华、面霜、面膜等品类。
- ◆ **1) 修护功效护肤品受欢迎：** 上榜的护肤品以“修护”功效为主，占比53.85%；
- ◆ **2) 抗衰产品需求高涨：** 上榜的护肤品中有5个产品专注“抗衰”，占比为38.5%；
- ◆ **3) “中国成分”正当时：** 运用“中国成分”的产品数量占比为23%，越来越多具有专利性、科技壁垒的中国成分进入市场。如鉴于皮肤微生态赛道潜力，福瑞达自研褐藻酵萃，打通“中国成分”链路；小分子胶原蛋白肽保湿/抗衰/美白功效显著，国货品牌争先布局，巨子生物研发Human-like®重组胶原蛋白仿生组合、丸美推出全人源胶原蛋白等。
- ◆ **4) 底妆注重“养肤”功效：** 具有养肤功效的底妆倍受消费者青睐，毛戈平「皮肤衣」为具备高保湿配方的底妆，上市销量表现出色。

表15 中国成分受欢迎程度

2023年1-8月中国成分销售额			
功效	成分	销售额(万元)	成分代表产品
抗衰 (抗皱、紧致等)	重组胶原蛋白	88,200	可复美重组胶原蛋白
	环肽-161	32,087	珀莱雅红宝石面霜3.0
	喜默因	16,439	自然堂小紫瓶精华
	专利成分Tiracle家族	11,842	韩末聚时光水乳
	全分子量玻尿酸	7,680	凌博士青春水
	褐藻提取物	6,612	瑛尔博士酵萃精研肌律水

图24 消费者对产品功效、产品成分要求高

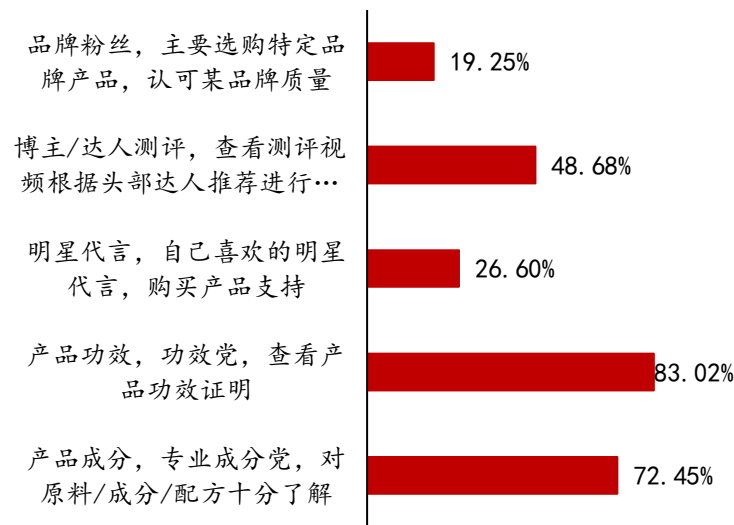


表16 中国成分产品销售及增速表现优异

2023年1-8月淘系中国成分TOP15品牌销售额及增速表现			
品牌	22年1-8月销售额(万元)	23年1-8月销售额(万元)	同比增速
薇诺娜	168722	141418	-16%
自然堂	103098	99170	-4%
可复美	20932	69574	232%
欧诗漫	37543	53700	43%
谷雨	49288	53196	8%
夸迪	49614	45597	-8%
相宜本草	30080	43418	44%
润百颜	48390	41833	-14%
珀莱雅	17782	40934	130%
瑛尔博士	22020	39307	79%
至本	25350	29883	18%
颐莲	26270	29621	13%
韩束	24988	25901	4%
敷尔佳	24340	24859	2%
肌活	25269	24736	-2%



### 3.3 产品研发趋势：新成分新产品受关注，品牌多元化成为趋势

- ◆ 品牌矩阵延伸，品牌矩阵多元化，以点带面迎合消费趋势。
- ◆ 国货龙头品牌珀莱雅，其第一梯队品牌珀莱雅在深耕抗衰产品线——红宝石、双抗系列的同时也布局了源力系列的修复产品，在抗衰和修复赛道上保持高效的迭代更新速度。此外公司敏锐捕捉细分市场，推出第二梯队品牌彩棠、悦芙媿、OR等，切入彩妆、洗护赛道。
- ◆ 上海家化旗下玉泽品牌专注于皮肤屏障修护，为不同敏感肌人群定制研发专属修护产品，如油敏霜、干敏霜等。我们认为国货美妆龙头大单品矩阵日趋成熟，新品储备丰富、产品持续迭代升级，提振消费，推动行业增长。

图25 珀莱雅旗下产品线



资料来源：珀莱雅官网，上海证券研究所

图26 玉泽油敏霜、干敏霜



资料来源：品牌天猫官旗，上海证券研究所



### 3.4 竞争趋势：品牌格局经历翻新，日妆低迷国货崛起抢占市场

◆ **竞争格局分化，国货崛起抢占市场。**受到日本核污水排海事件影响，据青眼情报统计数据显示，23年天猫双11预售首日，以资生堂、SK-II等为代表的日妆品牌GMV均出现同比大幅下滑，同比跌幅超50%，消费心智受冲击明显。我们认为随着消费者对日系美妆的抵触心理持续发酵，国货品牌竞争格局有望优化。双十一国货美妆则崛起势头明显，天猫头部美妆品牌格局经历较大翻新，SK-II、资生堂受日本核污染水排海事件影响跌出TOP10，珀莱雅作为国货品牌排名第一。

表17 23年天猫双十一预售首日日系品牌GMVTop10

品牌名称	GMV (千万元)	同比增速 (%)
资生堂	12.97	-74.10%
CPB	7.98	-76.80%
SK-II	6.36	-85.80%
黛珂	6.28	-75.50%
珂润	4.2	-50.50%
植村秀	4.13	-42.40%
欧珀莱	4.01	-27.70%
美丽芳丝	3.31	-71.90%
IPSA	0.44	-55.00%
安热沙	0.23	-69.20%

资料来源：青眼，上海证券研究所

表18 23年双十一美妆榜TOP10品牌榜单

天猫							抖音	
2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	珀莱雅	后	珀莱雅
自然堂	玉兰油	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛	韩束
兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	觅光	雅诗兰黛
雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	后	后	珀莱雅	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅
SK-II	SK-II	SK-II	玉兰油	资生堂	OLAY	薇诺娜	SK-II	极萌
玉兰油	百雀羚	自然堂	SK-II	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	珀莱雅	兰蔻
欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀	玉兰油	SK-II	玉兰油	雅萌	赫莲娜
一叶子	HomeFacia IPro	后	资生堂	SK-II	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜	觅光
悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	赫莲娜	海蓝之谜	海蓝之谜
资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜	赫莲娜	资生堂	娇兰	玉兰油	后

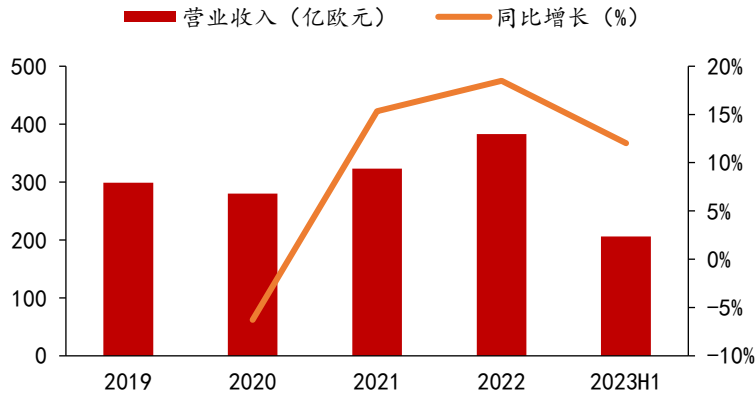
资料来源：CBNData，上海证券研究所



### 3.5 海外美妆巨头：外资品牌持续承压，中国市场静待复苏

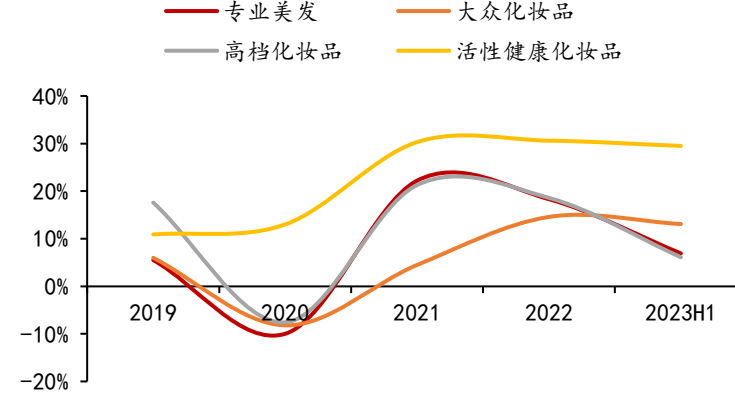
- ◆ **欧莱雅：收入持续复苏，增速放缓压力持续。** 23H1，欧莱雅集团实现营收205.74亿欧元，同增12.02%；毛利率及销售管理费用率保持稳定。其中北亚地区（包括中国大陆）营业收入56.53亿欧元，同增0.60%，北亚地区增速放缓压力仍然持续。23Q2，在线下和线上渠道强劲反弹的带动下，中国内地美容市场继续逐步复苏。欧莱雅所有渠道和部门均实现了强劲增长。618购物节期间，集团四大板块有8个品牌进入前20名。分行业看，23H1专业美妆及专业美发产品增速持续走低，大众化妆品同增13.10%，活性健康产品同增29.50%。
- ◆ **雅诗兰黛：主品牌销售额下降，业绩持续承压。** 22-23 财年，公司亚太区域净销售额分别为54.37 /51.94 亿美元，同比-0.9%/-4.5%，亚太地区净销售额持续承压；分品类看，23Q3皮肤护理板块净销售额16.38亿美元，同降22.1%，护肤板块下降主要是由于雅诗兰黛品牌和海蓝之谜品牌净销售额下降，主要由于亚洲旅游零售业务出现下降及中国内地高端美妆市场整体复苏速度慢于预期所致。

图27 欧莱雅业绩及增速，亿欧元，%



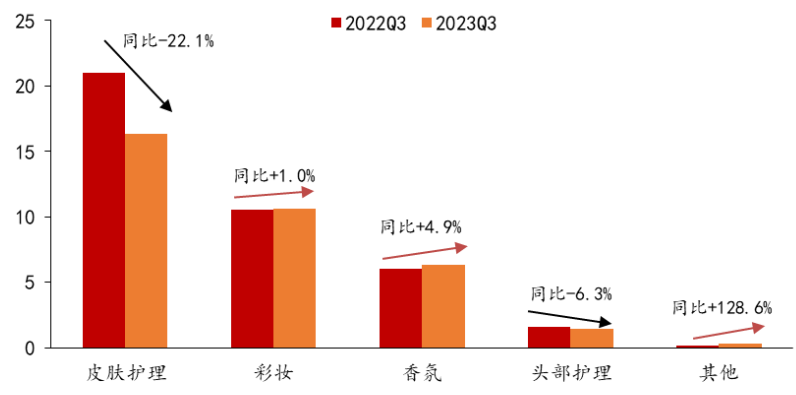
资料来源：Wind，欧莱雅财报，上海证券研究所

图28 欧莱雅四大业务增长情况，%



资料来源：欧莱雅财报，上海证券研究所

图29 雅诗兰黛分板块收入，亿美元



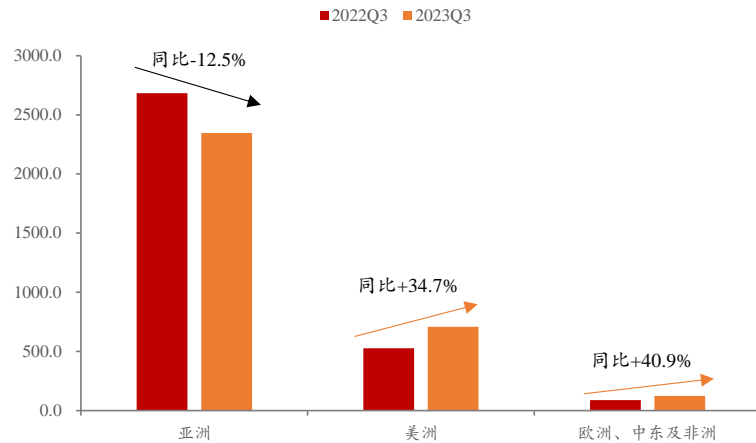
资料来源：雅诗兰黛财报，上海证券研究所



### 3.5 海外美妆巨头：外资品牌持续承压，中国市场静待复苏

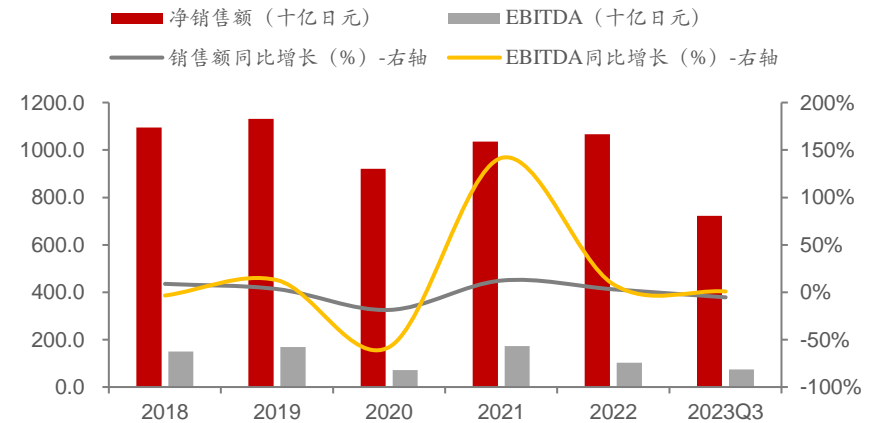
- ◆ **资生堂：高端品牌拉动中国业绩，公司下调全年业绩预期。** 23Q1-Q3，净销售额同比下跌5.3%至7224.17亿日元，其中23Q3净销售额为2282亿日元，同降15%。分品牌看，肌肤之钥、资生堂和NARS三大高档化妆品品牌拉动了中国市场整体业绩增长，23Q1-Q3中国市场整体业绩同增3.6%，至1781亿日元。受到日本核电站排放污水的负面影响，公司旗下品牌不得不暂停部分KOL营销活动，新产品的宣传被取消。此外，旅游零售业务遇冷也加剧了业绩的下滑，公司下调了全年预期，但计划在中国市场推进战略性涨价策略。
- ◆ **爱茉莉太平洋：中国区销售下滑明显，推进重塑品牌计划。** 23Q3集团销售额为9633亿韩元，同比下滑5.7%；营业利润为288亿韩元，同比下滑12.7%。其中，亚洲板块2023Q3 同比下滑12.5%，中国市场下滑中双位数。集团通过引入新的本土品牌大使白敬亭，加强客户参与度，增强品牌竞争力，品牌重塑计划持续推进。

图30 爱茉莉太平洋业绩及增速，亿韩元，%



资料来源：爱茉莉太平洋财报，上海证券研究所

图31 资生堂业绩及增速，十亿日元，%



资料来源：资生堂财报，上海证券研究所



### 3.6 投资主线：关注强 $\alpha$ 美妆龙头和预期改善标的

- ◆ 投资主线一：关注品牌端龙头珀莱雅和上游防晒剂龙头科思股份；
- ◆ 投资主线二：关注经营、组织等调整优化成果逐步显现，营收和利润有望逐渐边际改善的标的，福瑞达、丸美股份、贝泰妮、水羊股份、上美股份等。

表19 主要美妆标的估值一览

	证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润（亿元）				PE			CAGR	PEG
				2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	68.2	10.51	12.98	16.41	20.54	22	18	14	25.80%	0.7
	600315.SH	上海家化	21.2	4.72	6.17	7.42	8.59	23	19	17	18.02%	1.1
	603605.SH	珀莱雅	99.4	8.17	11.20	14.14	17.49	35	28	23	24.97%	1.1
	603983.SH	丸美股份	25.3	1.74	2.82	3.61	4.43	36	28	23	25.28%	1.1
	688363.SH	华熙生物	66.9	9.71	8.59	10.62	13.00	38	30	25	23.06%	1.3
	600223.SH	福瑞达	9.6	0.45	3.75	4.79	5.89	26	20	17	25.27%	0.8
	300740.SZ	水羊股份	16.7	1.25	3.00	3.98	4.86	22	16	13	27.22%	0.6
	301371.SZ	敷尔佳	38.2	8.47	8.34	9.05	9.96	18	17	15	9.25%	1.8
	2145.HK	上美股份	26.0	1.47	3.11	4.19	5.13	30	22	18	28.35%	0.8
	300856.SZ	科思股份	62.2	3.88	6.96	8.85	10.73	15	12	10	24.10%	0.5
	300132.SZ	青松股份	5.2	-7.42	-0.57	1.30	1.89	-47	21	14	81.70%	0.3
	300955.SZ	嘉亨家化	22.1	0.70	0.78	1.26	1.67	29	18	13	46.69%	0.4

资料来源：wind，上海证券研究所  
备注：归母净利润和PE均来自wind一致预期，更新时间20231230



1. 行业竞争加剧。国际国内品牌进入者较多，行业竞争加剧；
2. 消费需求不及预期。若2024年宏观经济面临下行趋势，消费者购买力也将下降，需求将受到较大影响，美妆行业盈利能力将面临下行风险；
3. 第三方线上数据统计口径差异风险。由于双十一线上销售数据来自第三方平台，可能存在口径差别和其他人为误差；
4. 法律诉讼风险。由于广告投放审查不当、医疗事故等问题产生的消费者纠纷；
5. 监管加强风险。面对日趋严格的行业监管政策，企业若无法及时调整，适应新规要求合规化生产，可能面临被清出市场风险。
6. 医美产品获证时间延后风险。在强监管背景下，医美产品获批时间将更为不确定，产品上市计划也将随之改变；
7. 新品研发不及时风险。化妆品行业竞争日益激烈，若公司研发新品进展不及时，潜在市场可能会被抢占。





# 行业评级与免责声明

## 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。



# 行业评级与免责声明

## 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。

