

行业深度

美容护理

蹄疾步稳，静待风来

美容护理行业 2024 年度策略

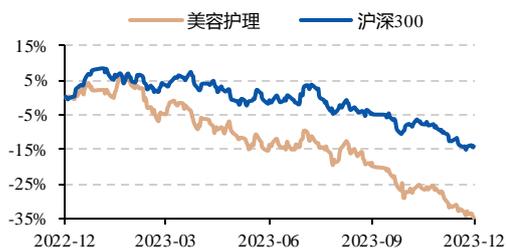
2023 年 12 月 27 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
美容护理	-11.21	-19.08	-32.62
沪深 300	-5.70	-9.65	-13.19

张曦月

分析师

执业证书编号:S0530522020001
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

- 1 美容护理行业 2023 年 12 月月报:11 月化妆品社零同比-3.5%，国货品牌增长动能有所减弱 2023-12-21
- 2 美容护理行业点评:11 月社零同比增长 10.1%，消费持续修复 2023-12-19
- 3 美容护理行业 2023 年 11 月月报:10 月化妆品社零增速再度放缓，国产品牌势能持续向上 2023-11-17

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
爱美客	5.84	48.13	8.49	33.10	12.13	23.18	买入
珀莱雅	2.06	53.82	2.97	37.37	3.69	30.03	买入
贝泰妮	2.48	42.44	3.01	35.01	3.60	29.25	买入

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **美护行业 2023 年复盘:** 1) 宏观层面, 经济回升向好基本趋势延续, 消费持续弱修复。从影响消费行为的核心要素来看, 消费者信心不足是拖累消费修复的主要原因。2023 年前三季度, 全国居民人均可支配收入已恢复至疫情前水平, 但消费者信心指数距 2019 年同期水平还存在一定差距。2) 行业层面, 美护板块增长放缓, 估值高位回落。2023 年前三季度, 美容护理实现营收 633.28 亿元, 同比增长 4.14%, 增长显著放缓。估值方面, 截至 2023 年 12 月 12 日, 申万美容护理板块市盈率为 34.55 倍, 位于 2016 年以来的历史 8.33% 分位, 估值高位回落。
- **行业趋势回顾:** 1) 消费复苏逐步放缓, 行业竞争加剧, 消费结构 K 型分化; 2) 传统电商流量红利见顶, 兴趣电商或为品牌增量必争之地; 3) 理性消费崛起, 国货品牌逆势突围。4) 监管趋严, 合规化进程加速; 5) 传统赛道竞争加剧, 新赛道快速崛起。
- **2024 年投资展望:** 1) 新兴渠道崛起, 具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌有望率先抢占流量红利。在经济弱复苏的趋势下, 兴趣电商能有效刺激消费需求, 或将成为品牌增量的必争之地。后续来看, 尽管渠道竞争或将持续加剧, 但具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌或将率先抢占新兴渠道流量红利, 提升自身市场份额; 2) K 型复苏延续, 高性价比国货品牌或将延续前期优势。线上大促流量红利减退, 叠加行业竞争加剧, 行业增长开始放缓, 美护消费或将暂时性承压。在此背景下, 消费 K 型复苏大概率延续, 再叠加强理性消费崛起以及文化自信提升, 注重研发, 且具备高性价比的国货品牌或将进一步抢占中端市场, 扩大自身品牌优势; 3) 行业严监管趋于常态化, 持续利好合规厂商。长期来看, “渗透率提升、合规化率提升、国产替代率提升”逻辑还在演绎, 叠加行业严监管趋于常态化, 行业加速出清, 具备合法合规资质的医美机构和医美产品龙头有望持续受益; 4) 看好胶原蛋白、再生、减重、肉毒等新赛道崛起。传统赛道竞争加剧, 如透明质酸市场竞争进入白热化阶段, 截至 2023 年上半年, 该赛道已有超过 50 款同质化程度较高的产品获批上市, 中低端市场逐渐趋向饱和。而胶原蛋白、再生、减重、肉毒等赛道长坡厚雪, 蓝海市场

广阔。

- **投资建议:化妆品部分**,长期来看,目前该赛道已经进入格局加速优化阶段,行业竞争加剧叠加流量红利见顶,行业增速或将持续放缓。外资品牌走弱,国货品牌分化加剧,“营销能力”和“研发能力”缺一不可。此外,管理差异性特点也逐渐凸显。一方面建议关注持续增强品牌势能,调整营销策略,不断夯实新兴渠道领先优势,且具备扎实研发功底、多品牌矩阵的国货品牌;二是建议关注管理风格稳健,或存在管理能力改善的公司。如品牌品类矩阵完善、且品牌势能持续向上、以及管理能力持续改善的珀莱雅,以及细分龙头地位稳固,产品推新能力强,且估值处于历史低位的敏感肌龙头贝泰妮。**医美部分**,长期渗透率提升、合规化率提升、国产替代率提升逻辑持续演绎,供需双发展格局延续,持续看好医美赛道长期景气,建议持续关注推新能力强,具备成长性的公司,如爱美客等。
- **风险提示:宏观经济下行风险;疫情反复风险;政策推出时间不及预期风险;行业竞争加剧风险;新品研发不及预期风险。**

内容目录

1 美护行业 2023 年复盘	5
1.1 宏观：经济回升向好基本趋势延续，消费持续修复.....	5
1.1.1 社会消费复盘：消费弱复苏，结构性特征显著.....	5
1.1.2 未来展望：政策托底助力需求释放，消费信心加速回暖驱动消费持续复苏.....	6
1.2 行业：消费复苏趋缓，美护板块表现弱于整体.....	7
1.2.1 行情回顾：美容护理指数跑输大盘，估值高位回落.....	7
1.2.2 业绩回顾：行业增长有所放缓，盈利能力持续提升.....	9
2 化妆品行业趋势	11
2.1 行业趋势 1：行业竞争加剧，消费结构 K 型分化.....	11
2.2 行业趋势 2：传统电商流量红利见顶，兴趣电商或成为品牌增量必争之地.....	13
2.3 行业趋势 3：理性消费崛起，国货品牌逆势突围.....	14
3 医疗美容行业趋势	14
3.1 行业趋势 1：监管趋严，合规化进程加速.....	14
3.2 行业趋势 2：传统赛道竞争加剧，新赛道快速崛起.....	15
4 2024 年投资展望	17
4.1 投资思路一：新兴渠道崛起，具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌有望率先抢占流量红利.....	17
4.2 投资思路二：K 型复苏延续，高性价比的国货品牌或将延续前期优势.....	17
4.3 投资思路三：行业严监管趋于常态化，持续利好合规厂商.....	17
4.4 投资思路四：看好胶原蛋白、再生、减重、肉毒等新赛道崛起.....	17
5 重点关注标的	17
5.1 爱美客.....	18
5.2 珀莱雅.....	18
5.3 贝泰妮.....	19
6 风险提示	20

图表目录

图 1：社会零售总额当月值及月同比增速（亿元，%）.....	5
图 2：消费者信心指数.....	5
图 3：2023 年全国居民人均可支配收入情况（元，%）.....	5
图 4：2023 年全国居民人均消费支出情况（元，%）.....	5
图 5：人民币存款情况（万亿元，%）.....	7
图 6：全国居民消费、储蓄、投资意愿.....	7
图 7：国内人均 GDP、可支配收入情况（万元，%）.....	7
图 8：各国最终消费率情况（%）.....	7
图 9：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）.....	7
图 10：申万一级美容护理行情.....	8
图 11：美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况.....	9
图 12：美容护理板块相对市盈率（中位数，剔除负值）.....	9
图 13：美容护理行业营收情况（亿元）.....	9
图 14：美容护理行业盈利情况（亿元）.....	9
图 15：美容护理行业整体净利率和毛利率情况.....	11

图 16: 化妆品板块净利率和毛利率情况.....	11
图 17: 医疗美容板块净利率和毛利率情况.....	11
图 18: 美容护理行业费用率情况 (%).....	11
图 19: 随着消费复苏放缓, 化妆品复苏表现逐渐弱于整体 (%).....	12
图 20: 珀莱雅线上渠道情况 (亿元, %).....	13
图 21: 2021 年、2022 年“双十一”数据情况 (亿元).....	13
图 22: 基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模 (十亿元, %).....	16
图 23: 肉毒素市场规模及增速 (十亿元, %).....	16
图 24: 国内四大合规肉毒素品牌.....	16
图 25: 中国溶脂针产品市场预期规模 (百万元).....	16
表 1: 美容护理版块区间涨跌幅.....	8
表 2: 化妆品子板块个股业绩情况.....	10
表 3: 医疗美容子板块个股业绩情况.....	10
表 4: 天猫、抖音渠道近三月美容护肤类 TOP10 品牌榜单.....	12
表 5: 天猫、抖音渠道近三月彩妆类 TOP10 品牌榜单.....	12
表 6: 2023 年“双十一”大促美容护肤和彩妆香水品类 TOP10 榜单.....	14
表 7: 2021 年以来医美行业政策梳理.....	15

1 美护行业 2023 年复盘

1.1 宏观：经济回升向好基本趋势延续，消费持续修复

1.1.1 社会消费复盘：消费弱复苏，结构性特征显著

经济回升向好趋势延续。2023 年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。行至岁尾，回看全年，中国经济顶住内外部压力，走出一条回升向好的缓慢复苏曲线。今年前三季度我国经济同比增速分别为 4.5%、6.3% 和 4.9%，呈前低、中高、后稳的态势。总体来说，我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变。

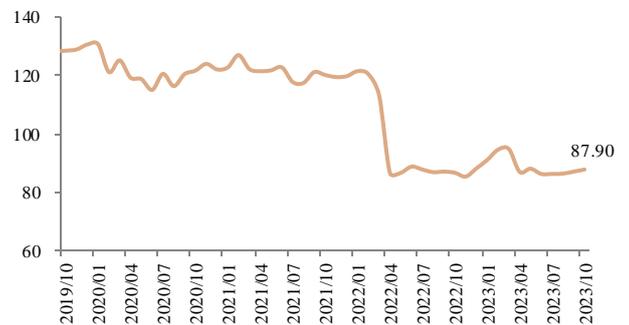
消费信心不足拖累了消费复苏。从影响消费行为和意愿的核心要素来看，**收入水平方面**，2023 年前三季度全国居民人均可支配收入和人均消费支出累计值分别为 29398 元和 19530 元，同比增速为 5.9% 和 8.8%。此外，前三季度居民人均可支配收入较 2019 年同期增长 28.5%，但人均消费支出较 2019 年同期下滑 3.3%，反映出全国居民可支配收入水平已恢复至疫情前水平，但消费支出没有，目前消费支出整体偏保守；**消费信心方面**，10 月份我国消费信心指数为 87.9，远低于 2019 年同期 107.3 的水平，明显还存在差距。

图 1：社会零售总额当月值及月同比增速（亿元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 2：消费者信心指数



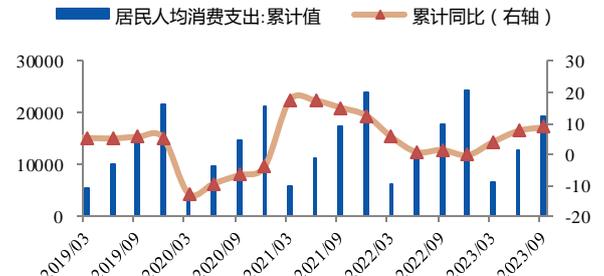
资料来源：iFind，财信证券

图 3：2023 年全国居民人均可支配收入情况（元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 4：2023 年全国居民人均消费支出情况（元，%）



资料来源：iFind，财信证券

社零修复曲折向上，结构性特征显著。1-11 月份，我国社零月同比增速趋势呈 N 型复苏。社零月同比增速从 3 月的 10.6% 攀升至 4 月的 18.4%，5-7 月大幅回落至 2.5%，8 月开始稳步回升，11 月回升至 10.1%，整体呈现修复趋势。1-11 月份，我国社会消费品零售总额为 42.79 万亿元，同比增长 7.2%，较 2019 年同期增长 14.77%，恢复至疫情前水平。**1)分地域看，乡村消费市场具备较大潜力。**据国家统计局数据显示，1-11 月乡村消费品零售额和城镇消费品零售额同比增速分别为 7.9% 和 7.1%，反映了下沉市场具备较大的挖掘潜力。**2)分消费类型看，餐饮收入增速大幅领先商贸零售。**受线下消费场景快速复苏和出行旺季拉动，1-11 月餐饮收入 47485 亿元，同比增长 19.4%，远高于商品零售 5.9% 的同比增速。**具体分品类来看，必选消费整体稳健，可选消费表现分化。**1-11 月必选消费品中粮油食品/饮料/烟酒/日用品类同比增速分别为 5.1%/2.8%/10.9%/3.6%；可选消费方中金银珠宝、服装鞋帽针纺织品和体育娱乐用品表现亮眼，1-11 月同比增速为 11.9%、11.5% 和 10.7%，主要系金价上涨和去年同期低基数效应影响。而建筑及装潢材料类和文化办公用品类 1-11 月同比增速为 -7.8% 和 -5.8%。**3)分渠道看，线下渠道持续改善，同比增速略高于线上。**1-11 月全国网上零售额 13.96 万亿，同比增长 11%；线下商品服务销售额约 2.78 万亿元，同比增长 11.1%，连续四个月持续提升。整体而言，剔除去年同期低基数影响，随着各项宏观政策发力显效，我国消费目前处于温和恢复阶段。

1.1.2 未来展望：政策托底助力需求释放，消费信心加速回暖驱动消费持续复苏

在政策端，中央经济工作会议指出，经济回升向好趋势持续巩固，要增强信心和底气，消费信心有望加速修复。12 月中央经济工作会议指出，虽然我国面对多重外部压力和诸多内部挑战，但经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。

在需求端，着力扩大国内需求仍是国内经济工作的重点。会议提出要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。一方面，要推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。另一方面，也要稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。

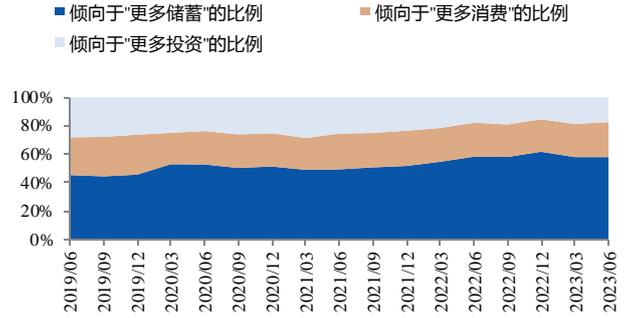
另外，受疫情疤痕效应减弱影响，消费意愿有望持续回升。据国家统计局数据显示，我国居民倾向“更多消费”的比例由 2022 年 12 月的 22.8% 提升至 2023 年 6 月 24.5%，倾向“更多储蓄”的比例由 2022 年 12 月的 61.8% 下滑至 2023 年 6 月的 58%，一定程度上反映出居民储蓄流向消费的趋势。此外，相较于美国、英国、日本等发达国家超 70% 的最终消费率，我国 2021 年的最终消费率仅为 53.92%，还存在较大提升空间。展望 2024 年，随着岁末年初消费旺季来临，消费需求持续释放，叠加经济回升向好趋势持续巩固，居民消费信心或将加速回暖，消费活力有望加速释放。

图 5：人民币存款情况（万亿元，%）



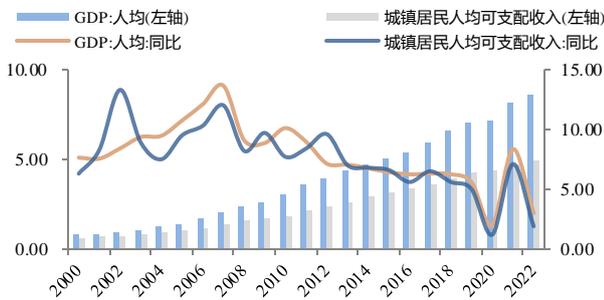
资料来源：iFind，财信证券

图 6：全国居民消费、储蓄、投资意愿



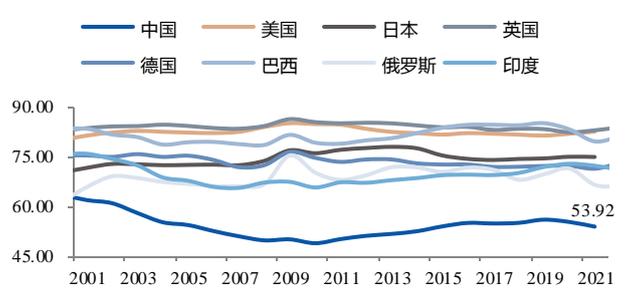
资料来源：iFind，财信证券

图 7：国内人均 GDP、可支配收入情况（万元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 8：各国最终消费率情况（%）



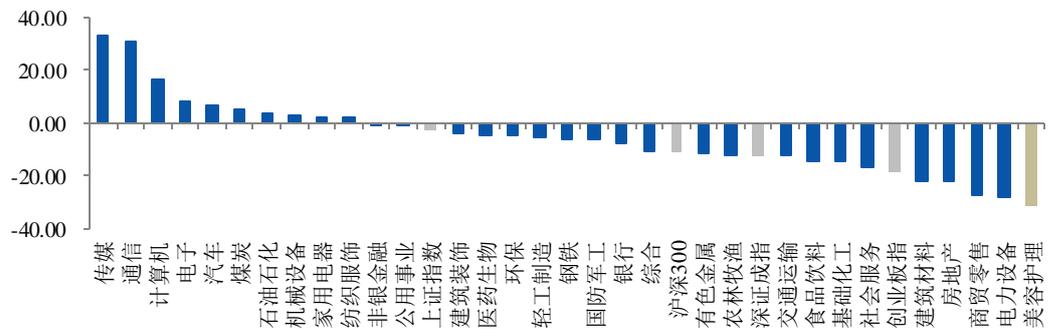
资料来源：iFind，财信证券

1.2 行业：消费复苏趋缓，美护板块表现弱于整体

1.2.1 行情回顾：美容护理指数跑输大盘，估值高位回落

受经济复苏放缓，消费者信心不足等因素影响，申万美容护理指数跑输大盘。年初至今（2023 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 12 日，下同），美容护理（申万一级）指数涨跌幅为-31.96%，分别跑输上证综指、沪深 300 和创业板指 29.18pct、20.47pct 和 13.09pct，涨跌幅位居申万 31 个子行业中最后一名，较去年同期下滑 26 位。

图 9：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）



资料来源：iFind，财信证券

具体来看, 2022 年 10 月末至今年 2 月底为普涨行情, 主要演绎的是线下活动场景修复和疫情管控逐步开放, 美容护理 (申万一级) 指数上涨超 20%。而 3 月以后, 随着宏观高频经济数据不及预期, 消费复苏逐步放缓, 美护板块有所承压, 板块整体出现回调。

图 10: 申万一级美容护理行情



资料来源: iFind, 财信证券

从子板块来看, 3 月以来各子板块均出现不同程度下滑。2022 年 10 月末至 2 月 20 日, 美容护理子块医疗美容、化妆品和个护用品指数均出现大幅回调, 涨幅分别为 37.64%、22.39% 和 26.58%。而从今年 2 月 21 日至今 (12 月 12 日, 下同), 医疗美容、化妆品和个护用品指数均呈现普遍下滑, 涨跌幅分别为 -5.84%、-18.40% 和 -11.64%。其中, 医疗美容指数跌幅较小, 主要系成分股锦波生物今年 7 月 20 日于北交所上市, 上市至今的涨幅高达 136.52%。

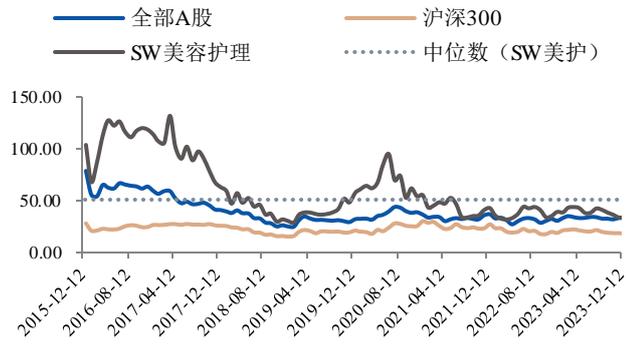
表 1: 美容护理版块区间涨跌幅

子版块	区间涨跌幅	区间涨跌幅	区间涨跌幅
	起始日期 20220101 结束日期 20221030	起始日期 20221031 结束日期 20230220	起始日期 20230220 结束日期 20231212
SW 美容护理	-23.95%	25.85%	-13.88%
SW 医疗美容	-32.62%	37.64%	-5.84%
SW 化妆品	-19.68%	22.39%	-18.40%
SW 个护用品	-26.22%	26.58%	-11.64%

资料来源: iFind, 财信证券

板块估值处于历史低位, 或具备长期配置价值。截至 2023 年 12 月 12 日, 申万美容护理板块市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值, 下同) 为 34.55 倍, 位于 2016 年以来的历史 8.33% 分位, 相对于沪深 300 溢价 1.79 倍, 位于 2016 年以来的历史 19.79% 分位, 具备长期配置性价比。

图 11: 美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况



资料来源: iFind, 财信证券

图 12: 美容护理板块相对市盈率 (中位数, 剔除负值)



资料来源: iFind, 财信证券

1.2.2 业绩回顾: 行业增长有所放缓, 盈利能力持续提升

1) 营收&利润: 行业增长整体放缓, 净利润同比增速依旧亮眼

2023 年前三季度, 美容护理实现营收 633.28 亿元, 同比增长 4.14%; 实现归母净利润 90.81 亿元, 同比增长 45.51%。其中, 2023 年 Q3 单季度, 美容护理板块实现营收 204.22 亿元, 同比增长 2.92%, 较 2022 年 Q3 单季度 13.9% 的同比增速明显放缓; 实现归母净利润 36.37 亿元, 同比增长 86.74%, 较 2022 年 Q3 单季度 -4.24% 的同比增速大幅改善, 主要是个护用品板块中如两面针、红棉股份等公司归母净利润扭亏为盈, 以及可靠股份、诺邦股份和稳健医疗等公司净利润出现大幅改善。

图 13: 美容护理行业营收情况 (亿元)



资料来源: iFind, 财信证券

图 14: 美容护理行业盈利情况 (亿元)



资料来源: iFind, 财信证券

从重点子行业来看, 化妆品板块经营韧性犹存, 品牌端增长势头延续。2023 年前三季度, 化妆品板块实现营收 290.39 亿元, 同比增长 6.39%, 快于美护行业整体增速; 归母净利润 34.99 亿元, 同比增长 61.94%, 高于行业整体增速。化妆品板块中, 原料及制造端业绩有所下滑, 品牌端业绩增长动能仍较为强劲。2023 年前三季度, 品牌端实现营收 206.41 亿元, 同比增长 10.75%; 归母净利润 26.85 亿元, 同比增长 18.01%。其中, 珀莱雅、丸美股份今年前三季度分别实现营收 52.49 亿元和 15.36 亿元, 同比增长 34.34% 和 32.47%, 营收增速最为抢眼。

表 2：化妆品子板块个股业绩情况

申万行业	证券名称	2022Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润同比	2022Q3 营业收入 (亿元)	2023Q3 营收 (亿元)	2023Q3 营收同比
化妆品制造及其他	青岛金王	0.36	0.42	16.72%	24.33	23.20	-4.64%
	力合科创	1.85	2.90	56.62%	17.01	17.58	3.33%
	青松股份	-6.57	-0.64	-90.30%	21.42	14.41	-32.73%
	锦盛新材	-0.04	-0.17	308.87%	1.86	1.80	-3.41%
	科思股份	2.54	5.36	110.99%	12.49	17.74	42.07%
	华业香料	0.22	-0.01	-103.42%	1.82	1.96	7.54%
	嘉亨家化	0.48	0.26	-45.78%	7.63	7.29	-4.51%
	小计	-1.15	8.14	-	86.57	83.98	-2.99%
品牌化妆品	上海家化	3.13	3.94	25.84%	53.54	50.91	-4.91%
	珀莱雅	4.95	7.46	50.60%	39.62	52.49	32.47%
	拉芳家化	0.62	0.76	22.18%	6.25	6.16	-1.46%
	丸美股份	1.20	1.74	44.85%	11.44	15.36	34.34%
	水羊股份	1.19	1.80	51.36%	33.43	33.77	1.04%
	贝泰妮	5.17	5.79	11.96%	28.95	34.31	18.51%
	敷尔佳	6.49	5.36	-17.33%	13.15	13.39	1.86%
	小计	22.76	26.85	18.01%	186.38	206.41	10.75%

资料来源：iFind，财信证券

医疗美容回补增长稳健，医美耗材增长动能尤为强劲。2023 年前三季度，医疗美容板块实现营收 79.51 亿元，同比增长 11.16%，远超过美护行业整体增速；归母净利润 20.77 亿元，同比增长 26.08%，低于行业整体增速。医疗美容板块中，医美耗材增长动能尤为强劲。2023 年前三季度，医美耗材板块实现营收 69.09 亿元，同比增长 13.98%；归母净利润 21.25 亿元，同比增长 22.13%。其中，除华熙生物营收出现小幅下滑以外，锦波生物、爱美客今年前三季度均实现快速增长，营收同比增速分别为 105.64% 和 45.71%。

表 3：医疗美容子板块个股业绩情况

申万行业	证券名称	2022Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润同比	2022Q3 营业收入 (亿元)	2023Q3 营收 (亿元)	2023Q3 营收同比
医美服务	*ST 美谷	-0.93	-0.48	-	10.91	10.42	-4.49%
	小计	-0.93	-0.48	-	10.91	10.42	-4.49%
医美耗材	锦波生物	0.70	1.92	173.73%	2.51	5.17	105.64%
	华熙生物	6.77	5.14	-24.07%	43.20	42.21	-2.29%
	爱美客	9.92	14.18	42.95%	14.89	21.70	45.71%
	小计	17.40	21.25	22.13%	60.61	69.09	13.98%

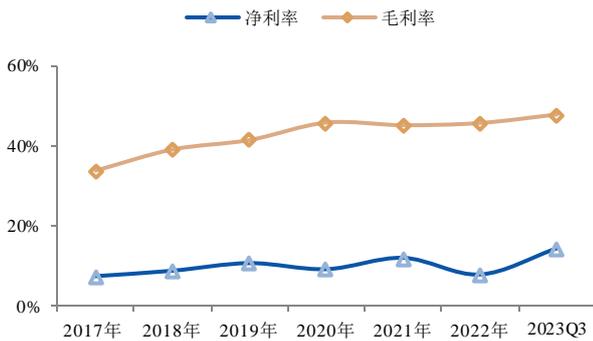
资料来源：iFind，财信证券

2) 盈利能力：毛利率、净利率齐升，盈利能力持续改善

盈利能力持续提升。2023 年前三季度，美容行业毛利率和净利率分别为 47.85% 和 14.5%，同比增长 2.92pct 和 4.27pct；单 Q3 毛利率和净利率分别为 47.66% 和 17.99%，同

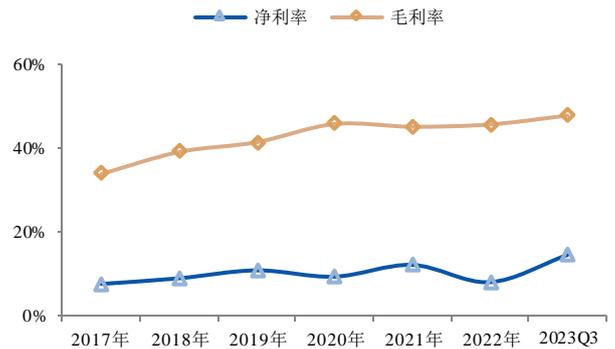
比增加 2.69pct 和 8.17pct；费用率方面，2023 年前三季度行业整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 24.72%、6.15%、3.52%，同比分别变化+1.62pct、+0.03pct、+0.08pct，主要是由于流量成本高企，以及各品牌企业加大新电商布局的背景下，销售费用率略有提升；2023 年单 Q3 季度行业整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 24.61%、6.52%、3.63%，同比分别变化+2.49pct、-0.15pct、-0.12pct，除销售费微幅上行外，各项费用率同比表现较为稳定。

图 15：美容护理行业整体净利率和毛利率情况



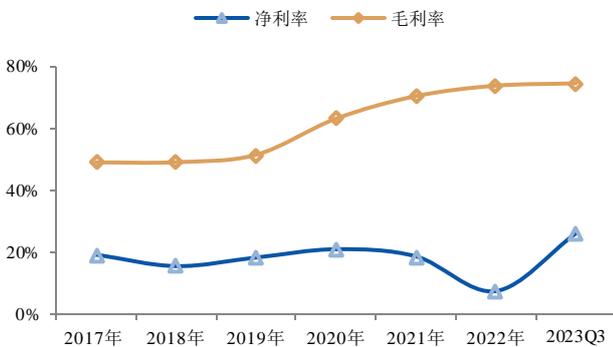
资料来源：iFind，财信证券

图 16：化妆品板块净利率和毛利率情况



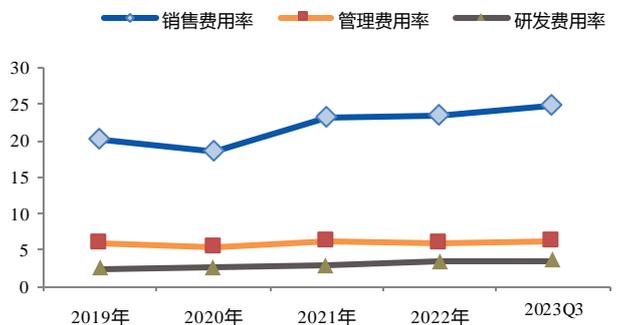
资料来源：iFind，财信证券

图 17：医疗美容板块净利率和毛利率情况



资料来源：iFind，财信证券

图 18：美容护理行业费用率情况 (%)



资料来源：iFind，财信证券

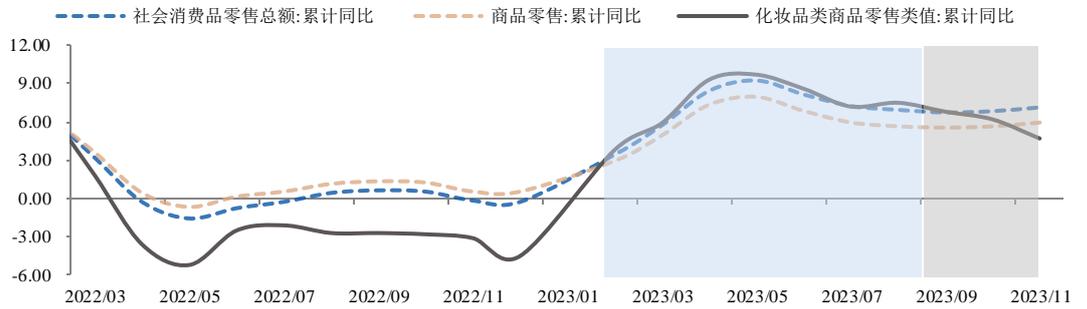
2 化妆品行业趋势

2.1 行业趋势 1：行业竞争加剧，消费结构 K 型分化

今年以来，随着线下消费场景修复，消费者购买意愿回升，化妆品市场重回增长曲线。3-5 月份化妆品单月社零同比增速均超 9%。1-8 月份化妆品类商品零售累计同比增速为 8.6%，复苏势头好于整体社零 (8.2%)，好于商品零售 (6.8%)。但由于宏观经济数据不及预期以及基数效应减弱等因素影响，消费复苏有所放缓，化妆品类表现开始走弱。虽我国 11 月单月社零同比增长 10.1%，但两年复合增速已连续 3 个月下滑，由 8 月 5.02% 下滑至 11 月的 1.77%，节奏有所放缓。化妆品类方面，截至 11 月，我国化妆品商品零售

值累计同比下滑至 4.7%，化妆品类 11 月单月同比增速更是由正转负，回落至-3.5%。

图 19：随着消费弱复苏，化妆品复苏表现逐渐弱于整体 (%)



资料来源: iFind, 财信证券

表 4：天猫、抖音渠道近三月美容护肤类 TOP10 品牌榜单

排名	天猫渠道			抖音渠道		
	9月	10月	11月	9月	10月	11月
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	韩束	珀莱雅	韩束
2	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	娇润泉	韩束	雅诗兰黛
3	玉兰油	娇韵诗	兰蔻	珀莱雅	欧莱雅	海蓝之谜
4	薇诺娜	薇诺娜	玉兰油	雅诗兰黛	娇润泉	赫莲娜
5	至本	SK-II	雅诗兰黛	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
6	修丽可	资生堂	薇诺娜	谷雨	海蓝之谜	后
7	兰蔻	肌肤之钥	修丽可	仁和匠心	薇诺娜	珀莱雅
8	自然堂	后	资生堂	欧诗漫	谷雨	欧莱雅
9	雅诗兰黛	玉兰油	自然堂	可复美	HBN	可复美
10	Decorrack	自然堂	赫莲娜	海蓝之谜	SK-II	SK-II

资料来源: 青眼资讯, 财信证券

表 5：天猫、抖音渠道近三月彩妆类 TOP10 品牌榜单

排名	天猫渠道			抖音渠道		
	9月	10月	11月	9月	10月	11月
1	卡姿兰	卡姿兰	彩棠	AKF	VC	花西子
2	花西子	香奈儿	圣罗兰	VC	彩棠	AKF
3	3CE	肌肤之钥	3CE	卡姿兰	AKF	卡姿兰
4	香奈儿	圣罗兰	娜斯	花西子	卡姿兰	圣罗兰
5	圣罗兰	迪奥	肌肤之钥	柏瑞美	玛丽黛佳	柏瑞美
6	娜斯	娜斯	雅诗兰黛	悠宜	花西子	VC
7	彩棠	珂拉琪	玫珂菲	玛丽黛佳	方里	方里
8	肌肤之钥	3CE	魅可	橘朵	3CE	罗娜女神
9	橘朵	健美创研	卡姿兰	朱莉欧	柏瑞美	三熹玉
10	兰蔻	花西子	纪梵希	BABI	恋火	橘朵

资料来源: 青眼资讯财信证券

从美容护肤类近三月 TOP 10 榜单来看, 龙头品牌地位相对稳固, 天猫渠道的珀莱雅、

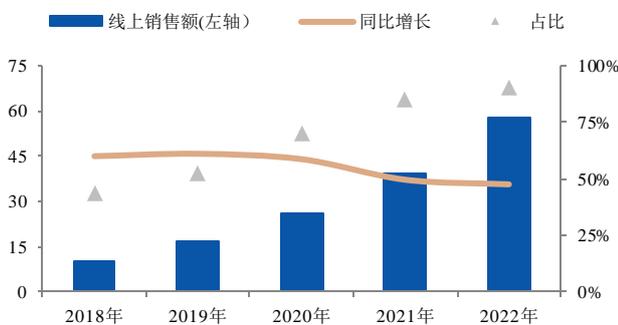
欧莱雅稳居前二，抖音渠道的韩束稳居第一。上榜的其他品牌虽品牌波动较小，但排名波动相对较大；从彩妆类近三月 TOP10 榜单来看，无论是品牌排名还是整体的波动性都相对较高，竞争更为激烈。

此外，如果说短期的消费行为是受收入水平和消费者信心影响，那么长期的消费理念和消费结构则是受社会经济、文化、以及财富分配等多因素影响。疫情三年对消费者的生活方式、行为模式也带来了深刻变化。消费 K 型复苏，高端化和大众化并行，成为了 2023 年消费的主旋律，主打差异化的高端产品以及具备极致性价比的刚需品都迎来了一定的发展契机。受储蓄意愿抬升影响，极具性价比的刚需品市场竞争也更为激烈。

2.2 行业趋势 2：传统电商流量红利见顶，兴趣电商或成为品牌增量必争之地

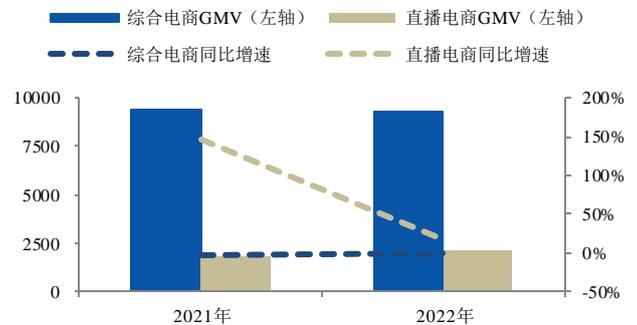
据弗若斯特沙利文数据显示，2015-2021 年中国美妆线上渠道市场规模 CAGR 为 23.5%，远高于线下渠道。国货龙头公司凭借其自身敏锐的市场洞察力，深耕线上渠道，从而充分享受了化妆品线上化所带来的增长红利。据珀莱雅公司年报显示，公司线上渠道销售额从 2018 年的 10.28 亿元增长至 2022 年的 57.88 亿元，年复合增速为 54.04%，销售占比也由 43.57% 提升至 90.98%，线上渗透率快速提升为公司提供了强劲的增长动能。此外，截至 2022 年底，贝泰妮、上美股份等多家公司线上销售占比均已远超线下渠道。

图 20：珀莱雅线上渠道情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，财信证券

图 21：2021 年、2022 年“双十一”数据情况（亿元）



资料来源：青眼资讯，财信证券

而今年以来，随着消费复苏逐步放缓，行业竞争加剧，美护渠道分化明显加快，淘系渠道增长放缓，抖音渠道增长强劲。以“双十一”大促为例，据星图数据显示，“双十一”期间，综合电商平台个护美妆大类（综合电商平台和点淘口径）全网销售额为 786 亿元，同比下滑 4.38%；而据青眼数据统计，抖音美妆大类 GMV 同比增长 53%。具体分品类来看，“双十一”期间，综合电商平台美容护肤 GMV 为 582 亿元，同比下滑 3.96%；香水彩妆 GMV 为 204 亿元，同比下滑 5.56%；而抖音渠道彩妆和护肤品类的同比增速分别为 108% 和 53%，延续高增。再叠加淘系超头主播负面舆论不断发酵，我们推测传统电商的流量红利浪潮逐渐退去，兴趣电商在美妆赛道中的增量价值不断凸显，成为各大品牌重要发力点。其中，头部国货品牌珀莱雅和韩束已于 2018 年和 2020 年率先入局抖音，雅诗兰黛、海蓝之谜、SKII 等外资品牌随后于 2022 年左右入局抖音。截至 12 月 26 日，珀

莱雅、韩束抖音直播号粉丝均超 700 万，远超绝大部分外资品牌。

2.3 行业趋势 3：理性消费崛起，国货品牌逆势突围

据艾瑞数智发布的《2023 年中国消费者洞察白皮书》显示，在经历新冠疫情后，消费者对消费的态度普遍更加冷静，相较于 4.4% 的消费表示要增加自己的消费，超 92% 的消费者表示自己的消费观念更加保守，需要更精细地规划或减少消费。此外，虽然消费者对消费态度更加冷静，但并不代表消费者放松对品质的追求。根据艾瑞数智调研显示，消费者在选购环节反而会更加注重的自主调查，包括了解产品的技术含量、使用人群等，也就是常说的“成分党”的兴起。与此同时，随着国力提升，国货品牌凭借其高质价比以及文化自信，快速崛起。此外，再叠加线上渠道渗透提升的红利，珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等趋势发力，国潮品牌逆势突围。据青眼数据统计，2023 年“双十一”期间，国货品牌珀莱雅首次占据了天猫、抖音护肤品类的双榜首。此外，淘宝、抖音美容护肤类目 TOP10 品牌榜单中，国货品牌分别占据 2 个和 3 个；彩妆类目 TOP10 品牌榜单中，国货品牌分别占据 2 个和 8 个，国货品牌占比提升。

表 6：2023 年“双十一”大促美容护肤和彩妆香水品类 TOP10 榜单

排名	美容护肤品类 TOP10		彩妆香水品类 TOP10	
	天猫	抖音	天猫	抖音
1	珀莱雅	珀莱雅	圣罗兰	VC
2	欧莱雅	韩束	彩棠	彩棠
3	兰蔻	欧莱雅	娜斯	圣罗兰
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	肌肤之钥	花西子
5	薇诺娜	兰蔻	三熹玉	卡姿兰
6	海蓝之谜	海蓝之谜	雅诗兰黛	方里
7	玉兰油	赫莲娜	魅可	AKF
8	修丽可	后	兰蔻	3CE
9	赫莲娜	可复美	花西子	柏瑞美
10	娇兰	玉兰油	玫珂菲	柳丝木

资料来源：青眼资讯，财信证券

3 医疗美容行业趋势

3.1 行业趋势 1：监管趋严，合规化进程加速

从 2021 年国家严打美容护理行业乱象以来，相关监管政策逐渐下沉，美护行业强监管趋势显著，目前已形成上游产品规范细则不断完善、下游机构监督管理条例逐渐健全的局面。此外，监管部门近年来更是陆续出台了包含产品、机构、财税和广告营销等多方面的系列规范，如今年 4 月，国家市场监督管理总局发布了《医疗美容消费服务合同（示范文本）》，实现了医美服务书面合同从无到有的突破，进一步规范了市场运营；5 月市场监管总局等多部门联合印发了《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》，明确禁止了违法医美“导购”行为，对生活美容和医疗美容进一步划分，着力打通医美行业以

往的监管盲区，解决医疗美容行业的突出问题。

表 7：2021 年以来医美行业政策梳理

日期	重要政策梳理	发布机构	主要内容
2022-02	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划（草案）》	中整协	《规划》给出了超过 50 个标准，内容涉及行业管理标准、行业技术标准、教育培训标准、行业基础标准 4 个方面，为医美行业的标准体系建立作出了规划。
2022-03	关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022 年第 30 号）	国家药监局	公告对部分医美产品监管类别做出调整，明确射频治疗仪、射频皮肤治疗仪、水光针、面部埋植线、面部提拉线、面部锥体提拉线按照三类医疗器械监管。
2022-06	2022 年医疗卫生国家随机监督抽查计划	国家卫健委	巩固打击非法医疗美容服务和非法应用人类辅助生殖技术违法违规行为专项整治工作成效，加大对开展医疗美容、医学检验等服务医疗机构以及养老机构内设医疗机构的抽查力度，依法依规严肃查处违法行为。
2022-10	《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	国家市场监督管理总局	《工作指引》共包含 8 项防范医疗美容行业虚假宣传行为规范以及 6 项价格违法行为规范，进一步明确了医疗美容行业的监管依据。
2022-11	《进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2022—2025）》	国家市场监督管理总局、网信办、卫健委等部门	加强医疗美容综合监管执法。
2022-11	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	国家药监局	《公告》明确了不同预期用途（适应症）、工作原理等的医用透明质酸钠（玻璃酸钠）产品的管理属性和管理类别。
2023-01	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则（征求意见稿）》	国家药监局	《审查指导原则》规定了监管信息、综述资料、非临床资料、临床评价资料、产品说明书和标签样稿等注册审查要点。
2023-04	《射频美容设备注册审查指导原则》	国家药监局	《指导原则》明确了射频美容设备分类编码为 09-07-02、按第三类医疗器械管理，并阐明此类产品注册审查要点、主要风险点、适用标准等具体要求。
2023-04	《医疗美容消费服务合同（示范文本）》	国家市场监督管理总局	示范文本从行业特性和现有经营模式出发，以督促机构规范经营、减少消费纠纷为切入点，对合同双方权利义务进行了明确。
2023-05	《重组人源化胶原蛋白原材料评价指导原则》	国家药监局	《指导原则》明确了重组人源化胶原蛋白原材料性能研究、材料免疫学安全性研究、材料生物学风险评价、稳定性研究与直接接触性容器/材料研究等评价要点。
2023-05	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	国家市场监督管理总局	新监管政策主要通过准入及日常监管中采取公示以及多部门协同的方式、明确禁止违法医美“导购”行为、对生活美容和医疗美容边界进一步划分。
2023-07	《2023 年第二次医疗器械分类界定结果汇总》	国家药监局	本次汇总的 2023 年 1 月 2023 年 4 月医疗器械产品分类界定结果共 249 个，其中建议按照 III 类医疗器械管理的产 品。

资料来源：中整协，国家药监局，国家市场监督管理总局，网信办，卫健委，财信证券

3.2 行业趋势 2：传统赛道竞争加剧，新赛道快速崛起

今年以来，随着线下消费场景逐步复苏，医美需求和客流快速回补带动线下消费快

速增长。分赛道来看，玻尿酸市场规模增速明显放缓，市场竞争日益激烈。据弗若斯特沙利文报告统计，2021年中国基于透明质酸的皮肤填充剂市场为64亿元，2030年预计达到441亿元，还具有一定发展空间，但同比增速已持续放缓。从产品来看，目前我国市场上玻尿酸合规产品已超过50款，如艾尔建美学的乔雅登系列、LG Chem Ltd.的伊婉系列、Q-Med AB的瑞蓝系列、华熙生物的润致系列，以及上海昊海生物科技的娇兰系列等等。但由于产品同质化程度比较高，目前已进入红海市场。

图 22：基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模（十亿元，%）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，财信证券

图 23：肉毒素市场规模及增速（十亿元，%）



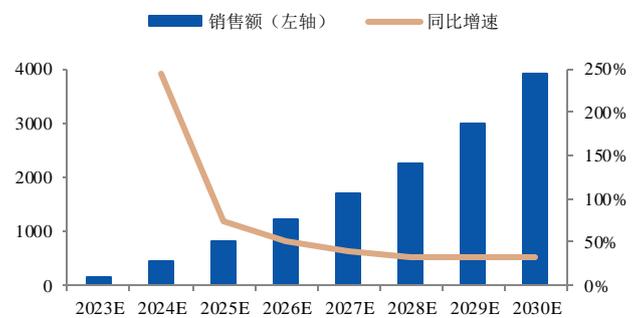
资料来源：弗若斯特沙利文报告，财信证券

图 24：国内四大合规肉毒素品牌

国内四大合规肉毒素品牌				
产品名	保妥适	衡力	乐提葆	吉适
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	韩国Hugel	英国高德美
国内获批时间	2009	2012	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900 Kda	900Kda	500/900Kda
赋能剂	人血白蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
恢复时间	一周左右	5-7天	一至两周	1-2天
适用于定位	精细化部位 高端	大面积区域 低端	精细化部位 中高端	大面积区域 中高端

资料来源：国家药监局，新氧，财信证券

图 25：中国溶脂针产品市场预期规模（百万元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，财信证券

而肉毒素、重组胶原蛋白、减重、再生赛道等还处于发展初期，需求刚性，应用多维，竞争者寡，具备广阔的蓝海市场。1) **肉毒素赛道**：肉毒素由于具备准入门槛高、研发难度大、认证牌照审批严格，申报流程周期较长等特点，因此入场玩家较少，目前国内仅有四款过证产品，分别为定位高端的保妥适、定位中高端的乐提葆和吉适，以及定位低端的衡力，呈四足鼎力的竞争格局，市场空间广阔；2) **胶原蛋白赛道**：相较动物源胶原蛋白，重组胶原蛋白具备更好保湿性和生物活性及生物兼容性、更高的安全性，更低成本，更丰富的应用场景等特性，受到市场广泛的关注。市场竞争格局方面，当前国内仅有3家公司五款产品获批，且上市产品多以动物源为主，后续随着供需两侧共同发展，重组胶原蛋白赛道有望迎来高速发展；3) **减重赛道**：一方面，相较海外减重市场的高速发展，我国

减重市场还处于初步阶段。另一方面，近年来随着生活质量不断提升以及缺乏运动，我国肥胖人口快速增长。据弗若斯特沙利文报告显示，我国肥胖人数由 2017 年的 1.91 亿人增长至 2021 年的 2.3 亿人，2026 年预计将增长至 2.83 亿，21-26 年复合增长率为 4.23%，2030 年可达 3.29 亿人。此外，据爱美客港股招股书显示，2021 年我国体重管理产品市场规模为 21 亿元，预计 2026 年将增长至 111 亿元，年复合增长率为 39%，体重管理赛道潜力较大。4) 再生赛道：相较海外市场，国内 2021 年才开始起步，目前仅有四款合规产品，市场供给远无法满足需求，存在较大挖掘潜力。

4 2024 年投资展望

4.1 投资思路一：新兴渠道崛起，具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌有望率先抢占流量红利

在经济弱复苏的趋势下，传统电商的流量红利浪潮逐渐退去，兴趣电商在美妆赛道中的增量价值不断凸显，兴趣电商或将成为品牌增量的必争之地。虽渠道竞争或持续加速，但具备敏锐的市场洞察力、强营销力、完备供应链的品牌或将率先抢占新兴渠道流量红利，从而提升市场份额。

4.2 投资思路二：K 型复苏延续，高性价比的国货品牌或将延续前期优势

线上大促流量红利减退，叠加行业竞争加剧，行业增长开始放缓，美护消费或将暂时承压。在此背景下，消费 K 型复苏或将延续，叠加理性消费崛起以及文化自信不断提升，注重研发，且具备高性价比的国货品牌或将进一步抢占中端市场，扩大自身品牌优势，提升品牌声量。

4.3 投资思路三：行业严监管趋于常态化，持续利好合规厂商

长期来看，“渗透率提升、合规化率提升、国产替代率提升”逻辑还在演绎，叠加行业严监管趋于常态化，行业加速出清，具备合法合规资质的医美机构和医美产品龙头有望持续受益。

4.4 投资思路四：看好胶原蛋白、再生、减重、肉毒等新赛道崛起

传统赛道竞争加剧，如透明质酸市场竞争进入白热化阶段，截至 2023 年上半年，该赛道已有超过 50 款同质化程度较高的产品获批上市，中低端市场逐渐趋向饱和。而胶原蛋白、再生、减重、肉毒等赛道长坡厚雪，蓝海市场广阔。

5 重点关注标的

长期来看，化妆品部分，目前该赛道已经入格局加速优化阶段，行业竞争加剧叠加流量红利见顶，行业增速或将持续放缓。外资品牌走弱，国货品牌分化加剧，“营销能力”和“研发能力”缺一不可。此外，管理差异性特点也逐渐凸显。一方面建议持续关注品牌势能持续向上，营销策略调整及时，不断巩固新兴渠道领先优势，且具备扎实研发功底、多品牌矩阵的国货品牌；二是建议关注管理风格稳健，或存在管理边际改善的公司。

医美部分，长期渗透率提升、合规化率提升、国产替代率提升逻辑持续演绎，供需双发展格局延续，持续看好医美赛道长期景气，重点关注推新能力强，具备成长性的公司。

5.1 爱美客

1) 医美渗透率提升逻辑或将持续兑现。据弗若斯特沙利文研究报告统计，按服务收入计，2017-2021 年中国医疗美容市场年复合增长率高达 17.5%，预计 2021-2026 年的年复合增长率为 16.1%，增长速度远高于全球市场。我们认为，行业整体仍处于红利期，虽然短期内受消费信心不足扰动，医美渗透率提升逻辑短期内有所弱化，但中长期内市场渗透率提升，合规化率提升、国产替代率提升仍是行业的核心驱动力量。而爱美客作为管线丰富且产品矩阵完善的行业龙头，在疫后需求逐渐恢复以及行业监管趋严的背景下，有望持续受益。

2) 核心产品持续放量，推动业绩稳健增长。2023 年上半年，嗨体等溶液类注射产品实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 35.9%；濡白天使等凝胶类注射产品实现营业收入 5.66 亿元，同比增长 139%。其中，继濡白天使之后，再生系列新品“如生天使”已于今年 7 月上市。其主要作用为浅层紧致收紧+面部柔和化，与濡白天使的深层韧带固定形成相互补充。两款产品（精致塑性&柔美轮廓）为消费者提供了更加精准的面部解决方案，再叠加濡白天使上市两年以来所获得的医美机构认可以及所积攒的消费者口碑，我们预计如生天使后续或与濡白天使形成联动，进而驱动业绩增长。

3) 储备丰富在研产品，增长动能未来可期。截至报告期末，公司共有包括 9 项医疗器械注册证，相比去年同期增加两项。其中，III 类医疗器械注册证 8 项，II 类医疗器械注册证 1 项。此外，进入临床及注册程序的项目共有三项，分别为注射用 A 型肉毒毒素、利拉鲁肽注射液和利多卡因丁因乳膏，后续有望给公司贡献新的业绩增量。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 28.94/40.92/52.92 亿元（增速分别为 49.25%/41.42%/29.31%），归母净利润分别为 18.37/26.24/34.04 亿元（增速分别为 45.41%/42.81%/29.72%），EPS 分别为 8.49/12.13/15.73 元，当前市值对应 PE 分别为 33x/23x/18x。考虑到公司在研储备丰富，且核心产品持续放量，给予公司 24 年 PE 估值为 25-30 倍，目标价为 303.25-363.9 元，维持公司“买入”评级。

5.2 珀莱雅

1) 大单品战略显著, 叠加新兴渠道流量红利, 业绩增长确定性强。2023H1, 公司实现营业收入 36 亿元, 同比增长 38.12%; 实现归母净利润 4.99 亿元, 同比增长 68.21%。此外, 从主品牌珀莱雅来看, 继 4 月推出了双抗精华 3.0 升级版后, 公司又推出了包括眼霜、面霜、能量水和乳液等四款产品在内的能量系列, 功效主要抗衰和紧致, 补位 400 元+的中高端市场, 有望成为继红宝石、双抗和源力之后又一大产品矩阵。此外, 公司还较早布局了抖音等新兴渠道, 在新兴渠道中占据领先地位。后续公司有望凭借产品力和渠道力, 延续前期优异表现。

2) 子品牌持续放量, 构筑新的增长极。从子品牌来看, 目前公司已搭建了护肤-彩妆-洗护在内的品牌矩阵。子品牌彩棠不断拓展赛道, 完善品类布局, 在立足于原有的优势品类上, 再次推出多款新品; Off&Relax 着重于明星单品的市场渗透率, 深化品牌头皮健康专家心智; 悦芙媞则集中品类搭建, 提升品牌“油皮护肤专家”的认知。2023H1, 三大子品牌彩棠、悦芙媞和 Off&Relax 营收同比增速都在 60% 以上, 后续随着品牌认可程度持续提升以及客户黏性的不断加深, 子品牌或将持续发力, 为公司贡献新的增长点。

3) 管理能力有望持续被验证。行业竞争加剧叠加流量红利减退, 2023 年化妆品行业增速明显放荒。从“618”和“双十一”大促来看, 化妆品行业整体表现较为平淡, 但行业格局从 2022 年龙头市占不断提升, 演变成今年龙头出现明显分化。今年“双十一”期间, 外资品牌普遍出现下滑, 而国货品牌快速崛起, 但分化明显。龙头公司珀莱雅首次荣登天猫、抖音美容护肤榜单双榜首, 推测主要为管理能力持续改善, 灵活性更强等因素导致。2021 年公司组织架构转型为中台统一赋能的“网格状”组织架构, 从而更好的配合公司大单品策略, 提升业务效率。后续随着管理能力持续被验证, 业绩有望持续提升。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 81.97/102.32/123.21 亿元 (增速分别为 28%/25%/20%), 归母净利润分别为 11.77/14.65/16.49 亿元 (增速分别为 44%/24%/13%), EPS 分别为 2.97/3.69/4.15 元, 当前市值对应 PE 分别为 37x/30x/27x, 考虑到公司产品品类完善, 大单品策略效果显著, 再叠加新兴渠的流量红利, 公司业绩有望延续增长。给予公司 24 年 PE 估值为 32-35 倍, 目标价为 118.08-129.15 元, 维持公司“买入”评级。

5.3 贝泰妮

1) 业绩筑底, 拐点或将到来。①功能性护肤品方面, 受 2023 年上半年消费疲软、消费者购买意愿趋于保守的影响, 以护肤品为代表的可选消费市场受到一定冲击, 流量红利趋缓流量成本趋高, 叠加内部组织结构和运营管理需要进一步升级的背景, 公司主动进行战略调整降低发展的速度, 造成了销售收入增速的下降。但随着公司梳理完四大品牌, 并调整完战略部署之后, 短期内承压的功能性护肤品业务有望重新回归增长曲线。②原料业务方面, 随着公司持续打造全球领先生物活性物质与解决方案平台, 以及国内外团队共同配合促进向提供服务转型, 持续提升组织能力和竞争力, 海外市场占有率将不断提升。③医疗终端业务方面, 随着下半年, 公司将继续积极参与集中带量采购, 并扩大非中标区域、民营医院、第三方终端销售的市场份额, 以及继续开展“富血小板血浆制

备用套装”（PRP）产品在国内骨科、运动医学科、整形外科以及疼痛科等多科室的推广与销售，积极推进 PRP 多领域应用的学术推广，医疗器械板块业务收入或将迎来持续增长。

2) 估值位于历史底部，具备配置性价比。截至 12 月 26 日，公司的 PE 为 37X，为 2019 年 11 月以来的历史低位，投资性价比凸显。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 64.60/78.74/94.08 亿元（增速分别为 28.85%/21.88%/19.48%），归母净利润分别为 12.74/15.25/17.06 亿元（增速分别为 21.22%/19.71%/11.85%），EPS 分别为 3.01/3.60/4.03 元，当前市值对应 PE 分别为 35x/29x/26x，考虑到公司为敏感肌赛道龙头，品牌矩阵完善逐步完善，稳健增长未来可期。给予公司 24 年 PE 估值为 30-32 倍，目标价为 108.8-115.2 元，维持公司“买入”评级。

6 风险提示

宏观经济下行风险；疫情反复风险；政策推出时间不及预期风险；行业竞争加剧风险；新品研发不及预期风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

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，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438