



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

23 年报密集披露，美护龙头业绩兑现能力强

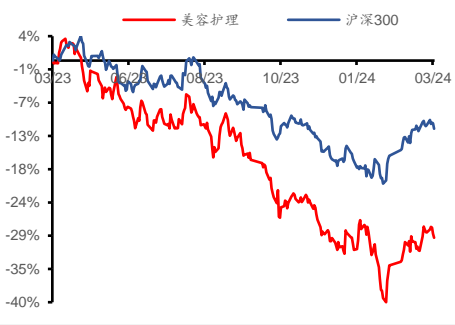
——美容护理行业周报（20240318-0322）

增持（维持）

行业：美容护理
日期：2024年03月23日

分析师：梁瑞
Tel: 021-53686409
E-mail: liangrui@shzq.com
SAC 编号: S0870523110001

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《步入业绩披露期，关注超预期及边际改善标的》

——2024 年 03 月 17 日

《38 大促收官，关注优质国货品牌》

——2024 年 03 月 10 日

《锦波重组胶原蛋白持续放量，关注医美新品上市进展》

——2024 年 03 月 03 日

主要观点

爱美客：业绩符合预期，濡白天使延续良好增长态势

公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 28.69 亿元，同比 +47.99%；归母净利润 18.58 亿元，同比 +47.08%。2023Q4 实现营收 6.99 亿元，同比 +55.55%，归母净利润 4.40 亿元，同比 +59.00%。

公司溶液类与凝胶类注射产品均实现同比增长。其中，以嗨体为核心的溶液类注射产品实现营收 16.71 亿元，同比 +29.22%；经过长期的临床验证，“嗨体”的安全性和有效性得到了下游医疗机构与终端消费者的充分认可，品牌价值日益增长，产品销量稳步提升。凝胶类注射产品实现营收 11.58 亿元，同比 +81.43%；濡白天使延续了良好的增长势头，2023 年公司继续采取医生认证制度，将培训与认证制度结合，助力濡白天使在全国范围内、不同类型机构之间进行快速渗透。

公司毛利率有所提升。2023 年公司毛利率为 95.09%，同比 +0.24pcts，我们认为主要受产品结构变化影响，高毛利的凝胶类产品销售占比提升。其中溶液类注射产品毛利率为 94.48%，同比 +0.25pcts，凝胶类注射产品实现营收 11.58 亿元，同比 +81.43%，毛利率为 97.49%，同比 +0.97pcts；净利率为 64.65%，同比 -0.73pcts。其中销售费用率同比 +0.68pcts，主要受人工费及营销活动费增加所致；管理费用率同比 -1.44pcts，主要受人工费、折旧摊销费增加及港股上市费用减少综合所致；研发费用率 -0.21pcts。

在研产品矩阵丰富，看好新产品持续接力。在研项目中，用于纠正额部后缩的医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶处于注册申报阶段；用于改善眉间纹的注射用 A 型肉毒毒素处于注册申报阶段；用于软组织提升的第二代面部埋植线处于临床试验阶段；用于成人浅层皮肤手术前对皮肤局部麻醉的利多卡因丁卡因乳膏处于临床试验阶段；用于溶解透明质酸的注射用透明质酸酶处于临床前在研阶段。公司体重管理产品线持续推进中，利拉鲁肽注射液完成 I 期临床试验，司美格鲁肽注射液和去氧胆酸注射液处于临床前阶段。此外，公司与韩国 Jeisys 合作，将两款在韩国已处于商业化阶段的皮肤微创抗衰老仪器引入国内，将实现公司在能量源设备管线的突破。

锦波生物：业绩延续高增，联手欧莱雅加快胶原蛋白原料增长

公司发布 2023 年年报。2023 年实现营收 7.80 亿元，同比 +99.97%，实现归母净利润 3.00 亿元，同比 +174.60%；2023Q4 实现营收 2.63 亿元，同比 +89.68%，归母净利润 1.08 亿元，同比 +176.14%。

医疗器械销售高增。公司销售医疗器械实现收入 6.80 亿元，同比 +122.66%；毛利率为 93.18%，同比 +4.89pcts。医疗器械产品的销售增长主要来自于单一材料医疗器械产品的销售增长，其中，重点医疗器械产品是以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品（三类医疗器械）及医用敷料产品（二类医疗器械）。植入剂方面，公司产品聚焦纠正眼周鱼尾纹、眉间纹、额头纹，坚持以直销为主，推广自主品牌“薇旖 (yi) 美®”，截至 2023 年底，拥有销售团队 135 人，已覆盖终端医疗机构约 2000 家。医用敷料方面，主要系皮肤修复类产品，

随着植入剂产品的销售规模快速增长，公司医疗机构的较快覆盖，带动了医用敷料的销售。

原料与欧莱雅建立战略合作。公司擅长研发并产业化原始创新的功能蛋白新材料，尤其是 A 型重组人源化胶原蛋白，该等材料制备的原料产品具备较强的市场竞争力，目前公司的原料包含高端医疗植入级、医疗外用级、化妆品级原材料，客户覆盖国内医疗器械及化妆品生产企业，并积极布局海外业务。公司与欧莱雅建立战略合作，首次进入欧莱雅供应链体系，并实现向欧莱雅销售重组胶原蛋白原料，开启了公司原料进入国际知名品牌供应链的里程碑。

福瑞达：业绩超预告上限，化妆品业务持续增长

公司发布 2023 年年报。2023 年实现营收 45.79 亿元，同比-64.65%，归母净利润 3.03 亿元，同比+567.44%。2023Q4 实现营收 11.84 亿元，同比-73.23%，归母净利润 0.65 亿元，同比+160.33%。

剥离地产业务，顺利实现公司转型。公司于 2023 年分两批次完成了全部房地产开发业务的交割，顺利实现公司转型。围绕化妆品、医药两大主业，公司聚焦皮肤科、骨科、眼科、妇儿科等关键领域，形成福瑞达“1234”高质量创新发展战略，致力于成为社会信赖国际知名的医药健康领军企业。

化妆品方面，优化全域营销体系，达播+自播双轮驱动，拓展线下市场，加大私域布局，构建营销新生态。完成胶原蛋白医疗器械智能化生产基地的基础设施建设，实现重组人源化胶原蛋白原料试生产，推进重组人源化胶原蛋白原料备案，推出医美品牌珂溢，由单一美妆主业升级为“生美+医美”双美新生态。2023 年，化妆品业务实现营业收入 24.16 亿元，同比增长 22.71%。其中，颐莲品牌全年实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 20.35%；瑗尔博士品牌全年实现营业收入 13.48 亿元，同比增长 27.33%。

医药方面，持续拓展医院、基层医疗机构、连锁药店等销售渠道，并通过线上渠道拓展医药新零售业务模式，扩大功能性食品布局，完成 18 款新品上市，搭建药品 CDMO（中试及生产转化）平台，引进合作项目 8 项。2023 年，医药业务实现营业收入 5.20 亿元，同比增长 1.61%。**原料及衍生产品、添加剂方面，**继续推进国内外原料药注册，滴眼液级玻璃酸钠原料药、滴眼液级玻璃酸钠药用辅料、依克多因药用辅料国内完成 CDE 注册登记，滴眼液级玻璃酸钠原料药获得 EDQM（欧洲药品质量管理局）颁发的 CEP 证书，依克多因获得美国 FDA 的原料药 DMF 备案。**积极拓展原料应用场景，**加快透明质酸在饮料、宠物食品、计生用品等快消产品的应用推广，以及依克多因、聚谷氨酸在农业的应用推广。口服美容产品销售起量，同比增长 3 倍。2023 年，原料及衍生产品、添加剂业务实现营业收入 3.51 亿元，同比增长 23.16%。

上美股份：业绩超预期，抖音持续高增

公司发布 2023 年业绩。2023 年实现营收 41.91 亿元，同比+56.6%，净利润 4.62 亿元，同比+236.8%。

主品牌韩束实现高增。公司聚焦韩束品牌、聚焦韩束红、聚焦韩束红礼盒、聚焦抖音渠道等一系列规划实现韩束品牌销售大幅增长。韩束全年实现营收 30.90 亿元，同比增长 143.8%，占公司总营收的 73.7%。其中韩束通过抖音平台实现 GMV 约 33.40 亿元，同比增长约 374.4%。

持续打造多品牌矩阵。子品牌一叶子 2023 年实现营收 3.57 亿元，同比-32.7%。红色小象 2023 年实现营收 3.76 亿元，同比-42.6%。

newpage 一页 2023 实现营收 1.53 亿元，同比+498.0%。此外，公司布局敏感肌、中高端母婴护理及洗护等品类，推出了安敏优、安弥儿、极方及 2032 等多个品牌。公司正在筹备推出中高端洗护品牌 632、与科学家山田耕作合作研发的高端抗衰护肤品牌 TAZU。

■ 投资建议

我们认为长期医美渗透率有望持续提升逻辑不变，关注可复美销售表现亮眼，医美产品在研的**巨子生物**、医美龙头**爱美客**、胶原蛋白有望持续放量的**锦波生物**、AestheFill 成功获批且胶原蛋白在研的江苏吴中、产品矩阵丰富的**华东医药**、光电医美设备龙头**复锐医疗科技**等。

我们认为化妆品渠道端流量分化，品牌端竞争加剧，头部品牌凭借品牌+渠道+产品+运营等多种优势有望持续领跑。关注国货美妆龙头**珀莱雅**、防晒剂龙头**科思股份**、有望边际改善的**福瑞达**、**丸美股份**、**水羊股份**、**贝泰妮**、**上美股份**、**上海家化**、**华熙生物**等；卡位婴童和驱蚊赛道**润本股份**。

■ 风险提示

消费需求复苏不及预期；行业竞争加剧；行业政策监管趋严；新品推出不及预期；第三方数据统计口径差异风险等。

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。