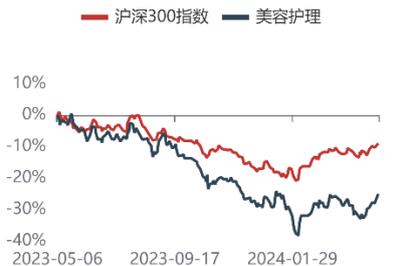


## 行业动态跟踪报告

## 美业增速有所放缓，品牌表现分化

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告\*社会服务\*美容护理行业深度：国内美妆如何乘风而行\*强于大市 2024.02.08

## 证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号  
S1060524010002  
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **美妆板块：**行业增速有所放缓，品牌表现分化，企业经营活力强者收获更好表现。根据国家统计局，2023年我国化妆品零售额为4142亿元，同比增长5.1%，上半年为2071亿元，同比增长8.6%，下半年增速有所放缓。在此背景下国内外品牌集团（在我国市场）表现有所分化。建议关注企业活力强者珀莱雅、上美股份和市场活力正在加强的福瑞达，快速成长赛道上的巨子生物，持续微创新产品形态且拓展渠道的润本股份，以及调整转变的华熙生物、贝泰妮。
- **医美板块：**行业近年来因疫情扰动，季度间同比增速波动较大。2023H1在上年相对较低基数下同比增速较高，下半年消费意愿有所减弱，且上年有相对较高基数，增速略有放缓。爱美客2023年完成股权激励指标，2024年Q1稳健增长，不过2023年Q2基数相对较高，季度间同比增速预计波动较大。胶原蛋白赛道中锦波生物胶原蛋白械三产品高速增长，产品矩阵仍在不断扩充。朗姿股份旗下医美业务稳健增长，近年来持续验证医美机构的可复制性，实现业务有效扩张。我国医美行业仍处在合规化发展的成长期，合规龙头有望获取更大市场份额，建议关注爱美客、锦波生物、朗姿股份。
- **风险提示：**1.宏观经济波动对包括美妆、医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步影响美妆、医美行业健康发展。2.美妆安全、质量风险；医美安全事故。美妆产品质量不合格、产品存在安全问题或者使用感受不适会对品牌产生负面影响，同时影响品牌发展和产品销售。医美安全事故可能影响消费者的求美意愿。3.关键渠道拓展不及预期，品牌运营不力，新品拓展和研发不及预期。美妆行业渠道变化较快，市场竞争相对激烈，各品牌、公司每年有较多费用投入在销售费用层面，如未能把握关键/新兴渠道则影响品牌对消费者触达，甚至错失渠道红利和品牌继续成长的重要窗口期。同时美妆品牌也需要推出新品、精细化运营以适应消费者变化的口味、拓宽市场，如新品拓展不力品牌有老化风险甚至增长乏力。

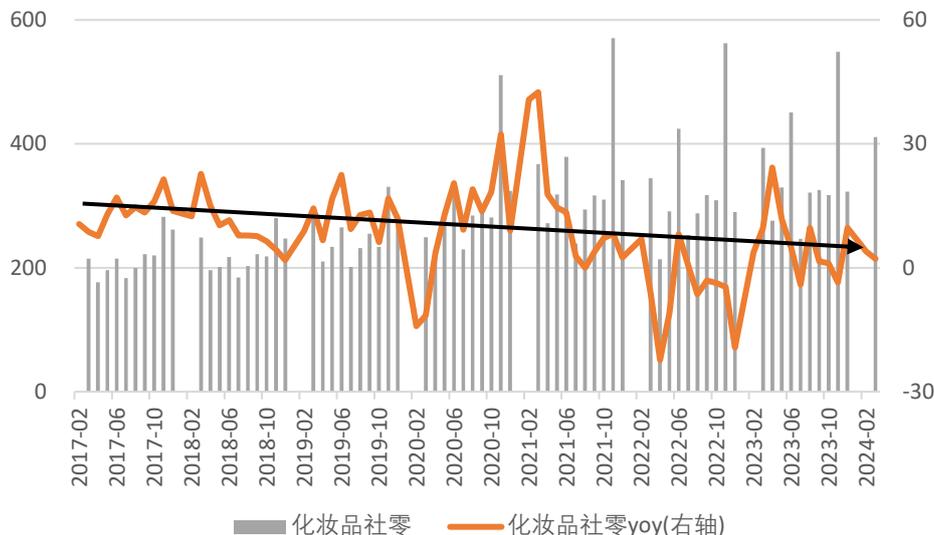
# 正文目录

<b>一、 美妆：行业增速放缓，品牌分化</b>	<b>3</b>
1.1 珀莱雅：持续深化大单品策略，夯实龙头地位	4
1.2 巨子生物：可复美品牌高基数上高增长，期待可丽金品牌绽放	4
1.3 上美股份：聚焦韩束积极转型，“六六”战略驱动未来增长	5
1.4 福瑞达：剥离地产，业务聚焦，提升声量	6
1.5 润本股份：产品持续微创新迭代+渠道拓展驱动高效增长	7
1.6 华熙生物：管理变革，发展调整，Q1 初现成效	7
1.7 贝泰妮：2023 年调整，静待向上	8
<b>二、 医美：2023H2 增速略有放缓，胶原赛道靓丽</b>	<b>9</b>
2.1 爱美客：第二曲线凝胶产品成型，严监管下合规龙头稳健成长	10
2.2 锦波生物：胶原械三产品高速增长，产品矩阵不断丰富	11
2.3 朗姿股份：医美机构持续复制，医美业务有效扩张	11
<b>三、 风险提示</b>	<b>12</b>

## 一、美妆：行业增速放缓，品牌分化

根据国家统计局，2023年我国化妆品零售额为4142亿元，同比增长5.1%，上半年为2071亿元，同比增长8.6%，下半年增速有所放缓。

图表1 化妆品社零月度销售额及yoy（亿元，%）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

海外国际品牌集团在包含我国的区域市场表现相对较弱，在其余区域市场获得良好表现。

2023年欧莱雅在量价驱动下收入411.8亿欧元，同比增长11.0%（like-for-like且以不变汇率计，下同），连续三年实现双位数增长。全年看大众业务部门同比增长12.6%至151.73亿欧元，Luxe部门同比增长4.5%至149.24亿欧元；其中第四季度Luxe部门收入基本持平（同比略微增长0.4%）至41.39亿欧元，而大众业务部门收入同比增长7.7%至37.14亿欧元。亚太地区全年收入同比-0.9%至106.63亿欧元，Q4季度同比-6.2%至29.65亿欧元，而欧洲和美洲Q4季度分别同比+11.6%和+9.4%至32.67亿欧元和28.36亿欧元。

2024年Q1欧莱雅同比增长9.4%至112.4亿欧元，量价方面都有正向贡献。Luxe部门同比表现最弱仅增长1.8%至38.13亿欧元，大众业务部门同比增长11.1%达到41.73亿欧元。亚太区收入同比略有下滑，-1.1%至27.23亿欧元，欧洲市场和美洲市场分别同比增长12.6%和12.3%，分别达到37.33亿欧元和30.15亿欧元。

雅诗兰黛财年从自然年度的上年Q3开始，仅看刚刚过去的2024Q3财季（对应2024年Q1季度）情况，在上年同期较低基数下（当期收入同比-12%），雅诗兰黛收入实现同比5%（报告口径，下同）的增长达到39.4亿美元，主要是欧洲、中东和非洲地区合计获得12%的双位数增长（口径包含亚洲旅游零售市场）至16.47亿美元，亚洲旅游零售市场终端销售逐季有明显改善，零售商库存达到目标水平。亚太市场收入略有下滑1%至11.76亿美元，美洲市场收入+3%达到11.17亿美元。雅诗兰黛集团预计全年收入下滑-3%到-2%（其中Q4预计增长5-9%）。

行业增速有所放缓背景下，国内品牌表现出现分化。

## 1.1 珀莱雅：持续深化大单品策略，夯实龙头地位

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 89.05 亿元(+39.45%)，归母净利润同比增长 46.06%至 11.94 亿元。扣除非经常性损益后为 11.74 亿元(+48.91%)。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助 4404 万元。EPS (基本)=3.01 元。2023 年公司合计派发现金红利 5.10 亿元 (每股 1.20 元)，叠加 2023 年公司回购股份，合计金额占 2023 年归母净利润的 45.98%。

2023 年珀莱雅毛利率为 69.93%(+0.23pct)，净利率为 13.82%(+0.8pct)，销售费用同比 (下同) +42.59%至 39.72 亿元，销售费用率 44.61%，+0.98 pct；管理费用+39.15%至 4.55 亿元，管理费用率 5.11%，-0.01 pct，基本稳定；研发费用 1.74 亿元，研发费用率 1.95%，-0.06 pct，维持稳定；财务费用-0.59 亿元，财务费用率-0.66%，-0.02 pct，维持稳定。

2023 年单四季度营收同比增长 50.86%至 36.56 亿元，归母净利润同比增长 39.06%至 4.48 亿元。单季度毛利率-2pct 至 68.15%，净利率-1.03pct 至 12.47%，单季度销售费用率增长 1.76 pct 至 46.53%，管理费用率增长 0.84 pct 至 4.62%，研发费用率下滑 0.12 pct 至 1.22%，财务费用率下滑 0.05pct 至-0.41%。

公司 2024Q1 营收 21.82 亿元，同比增长 34.56%，归母净利润同比增长 45.58%至 3.03 亿元。扣除非经常性损益后为 2.92 亿元。eps (基本)=0.76 元。销售费用同比增长 45.82%至 10.22 亿元，销售费用率 46.84%，+3.62 pct；管理费用+2.23%至 0.97 亿元，管理费用率 4.46%，-1.41 pct；研发费用率 2.15%，-1.05 pct；财务费用-0.1 亿元，财务费用率-0.44%。

### ■ 点评

- 1) 2023 年公司再次超额完成股权激励指标，依托大单品策略公司收入规模也登顶国货美妆品牌，来到接近 90 亿量级的体量。2023 年公司 89.05 亿收入中有 93.07%来自线上渠道 (对应 82.74 亿元)，其中更是有 67.48 亿元为线上直营，占到总收入的 75.91% (这一比例在 2019 年仅为 28.42%)；2023 年线下渠道收入同比+7.35%至 6.16 亿元，收入占比收缩至 6.93%。主品牌珀莱雅 2023 年收入 71.77 亿元，在较大体量下依然获得 36.36%的高速增长，相较 2019 年的 26.56 亿元已经翻了 2.5 倍之余。近年来公司孵化的新品牌中彩棠在 2023 年收入也来到 10.01 亿元，悦芙媞、OR 品牌收入分别达到 3.03、2.15 亿元，均获得了 60%以上的增长。
- 2) 过往随着公司大单品策略的实施、线上业务特别是直营业务比例提升，公司毛利率持续稳定上升，2024Q1 已达到 70.11% (2019-2023 年分别为 63.96%、63.55%、66.46%、69.70%、69.93%)。为夯实品牌势能、孵化新品牌培育新增长点，公司持续投入营销费用，珀莱雅品牌围绕“年轻感”与“科技力”两大品牌关键词，秉承“发现精神”，看到具体的人，看到具体肌肤问题的多面成因，持续开展品牌营销事件；彩棠持续以“中国妆，原生美”的品牌理念开展营销活动，以新品上市为核心，配合电商营销节点，通过营销活动不断丰富彩棠的中式美学内核。2023 年公司形象宣传推广费 35.34 亿元，费用率从 2019 年的 26.9%提升至 2023 年的 39.7%，带动公司销售费用率从 2019 年的 39.16% (彼时运费计入销售费用，而 2020 年起运费计入营业成本项)增加至 2023 年的 44.61%；公司净利率稳中有升，从 2019 年的 11.73% 上升至 2023 年的 13.82%。管理费用率则持续优化，2023 年为 5.11%。
- 3) 2024 年以来公司持续迭代大单品，2 月推出源力面霜 2.0 (添加 XVII 型重组胶原蛋白)、3 月推出盾护防晒、4 月升级红宝石精华 3.0，与此同时 Q1 收入进一步获得同比 34.56%的增长，公司核心竞争力持续夯实，持续深化“研发、产品、内容、运营”为主线的精细化运营管理体系，辅以“文化-战略-机制-人才”的自驱型组织构建，灵活应对市场发展变化，在新兴渠道快速布局与投入、探索海外发展机会。凭借大单品策略叠加敏锐的市场洞察、自驱型组织下的强大执行力、精细化运营，公司龙头地位持续深化。

## 1.2 巨子生物：可复美品牌高基数上高增长，期待可丽金品牌绽放

### ■ 事项

2023 年公司营收同比增长 49.0%至 35.24 亿元，归母净利润同比增长 44.9%至 14.52 亿元，年内经调整净利润同比增长 39%至 14.69 亿元。基本每股收益 1.49 元。派发现金红利每股 0.44 元 (含税)，特别股息每股 0.45 元 (含税)，合计每股派息 0.89 元。毛利率略微下降 0.76pct 至 83.63%，净利率-1.1pct 至 41.07%。销售费用率+3.28pct 至 33.04%，销售费用 11.64 亿元，管理费用率-1.94pct 至 2.74%，研发费用率同比+0.2pct 至 2.1%。

## ■ 点评

- 1) 公司收入在 2022 年 52.70% 的高增速基础上继续有高增长，收入体量到达 35 亿元（功效性护肤品贡献 26.47 亿元，医用敷料贡献 8.61 亿元，分别同比增长 69.52% 和 13.25%），其中下半年收入近 19 亿元。公司收入的高速增长来自于持续扩充产品类型（精华类产品，如可复美 Human-like 重组胶原蛋白肌御修护次抛精华等贡献收入增量），深耕线上渠道（天猫、抖音等均有快速增长）、打造明星单品并加强营销，公司产品和品牌影响力进一步提升。公司 2023 年通过 DTC 店铺的线上直销业务收入同比增长 77.49% 至 21.55 亿元，收入占比从 2022 年的 51.3% 提升至 2023 年的 61.2%，带动直销业务比例从 2022 年的 59.3% 提升至 2023 年的 68.7%；公司 2023 年面向电商平台的线上直销业务收入同比增长 42.57% 至 1.78 亿元；在公司持续增大连锁药房和化妆品连锁店等门店数量和覆盖、同时加强门店营销活动和人员培训下，线下直销业务收入增长 39.6% 至 0.89 亿元。2023 年公司经销业务收入同比 +14.65% 至 11.04 亿元，收入比例降至 31.32%（2019 年比例为 79.85%）。截止 2023 年末公司产品通过线下直销和经销途径进入约 1500 家公立医院、2500 家私立医院和诊所、650 个连锁药房品牌和约 6000 家 CS/KA 门店；2023 年 11 月可复美全国首家线下标准店在西安王府井百货正式开业，5 月 12 日 3 家可丽金专营店开业。线上渠道的高速增长推升了公司销售费用增长，销售费用率相较 2022 年 +3.28pct 至 33.04%。
- 2) 公司可复美品牌 2023 年收入 27.88 亿元，同比增长 72.9%，可丽金品牌收入 6.17 亿元，与 2022 年基本持平。可复美品牌定位“肌肤有问题，就找可复美”，产品矩阵不断丰富：修护系列从明星单品胶原敷料到胶原棒，再到 2023 年新上的胶原乳（采用专研 C5HR 重组胶原蛋白仿生组合强韧肌肤）和舒舒贴（采用专研 C5HS 重组胶原蛋白仿生组合快速退红、舒缓肌肤）；2023 年净痘清颜系列开辟新版图“秩序系列”（包含水乳霜、精华、次抛），以专研稀有人参皂苷 CK 为核心成分，建立肌肤内在秩序。2024 年可复美进一步推出针对皮肤亚健康修护的焦点面霜。可丽金品牌定位“专研重组胶原蛋白抗老”，采用专研 C5HA 重组胶原蛋白仿生组合抗衰，核心系列赋能紧致系列中明星单品嘭嘭次抛、大魔王基础上，2023 年上新保龄霜（清爽版）和大膜王（清爽版），2023 年 12 月推出交卷眼霜，之后又补充了胶卷面霜、胶卷眼膜。可丽金产品迭代同时，渠道正在进行优化调整，加强公域渠道建设与投入力度，未来持续在更大的消费人群中建立品牌心智。
- 3) 2024 年公司将继续加大研发投入，推进更多基础技术的突破和原料、产品上新，**做好 III 类医疗器械肌肤焕活产品的临床与报批工作，打造多级增长曲线**；进一步扩大品牌营销，实现更广的品牌露出，提高全渠道运营效率，打造更健康的更可持续的增长。

## 1.3 上美股份：聚焦韩束积极转型，“六六”战略驱动未来增长

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 41.91 亿元(+56.64%)，归母净利润同比增长 236.8% 至 4.61 亿元。EPS（基本）=1.16 元。2023 年公司每股合计派息 0.95 元（中期 0.2 元+年度 0.75 元），合计派息 3.78 亿元。

2023 年公司毛利率提升 8.6pct 至 72.1%（主要因韩束品牌升级，且公司自营占比大幅提升，线上自营比例相较 2022 年提升 29.8pct 至 69.4%，对应 29.09 亿元收入）。销售费用+78.13% 至 22.4 亿元，销售费用率 53.46%，+6.45 pct；管理费用 -6.17% 至 2.1 亿元，管理费用率 5%，-3.35 pct；财务费用同比下滑 20.74% 至 0.16 亿元，财务费用率 0.39%，-0.38 pct。

### ■ 点评

- 1) 公司 2023 年业绩位于业绩预告区间的上沿，且半年度增速环比上行。2023H2 公司收入同比增速 84.29% 至 26.04 亿元，H1 收入同比增速为 25.70% 对应 15.87 亿元，2023H2 相较 H1 环比增长 64.10%；H2 业绩 3.60 亿元，相较 H1 的 1.01 亿元也有大幅上升。公司三大品牌韩束、一叶子、红色小象合计收入 38.23 亿元，同比增长 55.9%，合计贡献收入的 91.2%。
- 2) 2023 年公司积极转型，扭转 2022 年受疫情和新渠道变革影响的局面：**聚焦韩束品牌、聚焦韩束红、聚焦韩束红礼盒、聚焦抖音渠道**，同时对韩束品牌进行了全面升级，推进品牌视觉系统的年轻化升级，在韩束品牌创立 20 年之际表现卓越，最终 2023 年韩束品牌收入 30.90 亿元（+143.8%），贡献公司收入的 73.7%，在抖音平台总 GMV 约 33.4 亿元（同比 +374.4%），位列抖音美妆品牌年度总榜 top1，为抖音 2023 年度美妆行业超级品牌，红蛮腰系列礼盒霸榜抖音 6

大榜单 top1。韩束品牌也通过短剧、社媒平台上的节日特别企划案以及《了不起的中国成分 III》、《所有女生的主播》进行品宣和产品推广，扩大品牌曝光；2023 年韩束首家线下“科学抗衰”品牌体验中心落地上海虹桥机场，吸引顾客、提升消费者体验。除了经典红蛮腰系列，韩束品牌也陆续推出了全新的“白蛮腰系列”、“蓝蛮腰系列”，持续扩充产品线。

- 3) 一叶子和红色小象 2023 年收入分别为 3.57 亿元和 3.76 亿元，占总收入比重的 8.5%和 9.0%。红色小象在 2023 年有全新的探索和转型，核心战略为聚焦中大童学龄市场，契合当下婴童、儿童结构变化特点，品牌也围绕该战略对视觉体系进行了全新升级，更加符合中大童审美偏好和需求，品牌旗下“小学系列”逐步完善（包括洁面泡、乳和霜）。新品牌 newpage 一页同比增长 498.0%至 1.53 亿元，占收入比重的 3.6%，目前已布局护肤、洗沐、清洁三大方向；线上布局了天猫、京东、抖音等多个平台，线下也进入屈臣氏、母婴线下专卖店、月子中心等多个渠道；另外品牌第一家线下体验店落地创始人之一的儿童专家崔玉涛先生于北京太阳宫的诊所。除上述品牌外，公司 3+N 品牌矩阵中还有安敏优、安弥尔、极方、2032 等多个品牌，还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。
- 4) 公司已有 20 年的发展，以多品牌、多品类、全渠道布局，契合消费者多种多样的需求。未来公司致力于推新“六六”战略，通过六大竞争面（组织驱动领先，以人才支撑集团可持续发展；研发领先，持续投入研发，推动产品创新；人工智能领先，引入 AI 管理工具，提高管理及运营效率；营销领先，持续加强和扩大产品营销网络；智能化领先，加快智能化生产，提升生产效率和标准化产品质量；推动战略从个性化到共性化发展，以平台推动发展）、六大板块（大众护肤、洗护个护、母婴用品、皮肤医疗美容、彩妆、高端护肤和仪器）规划推动整体业务增长。

## 1.4 福瑞达：剥离地产，业务聚焦，提升声量

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 45.79 亿元(-64.65%)，归母净利润同比增长 567.44%至 3.03 亿元。扣除非经常性损益后为 1.39 亿元(+137.4%)。非经常性损益主要是地产业务剥离产生的投资收益 1.42 亿元及计入当期损益的政府补助 0.39 亿元。eps (基本) =0.3 元。每股派发现金红利 1 元，合计派发 1.02 亿元，占 2023 年归母净利润的 33.51%。

2023 年公司毛利率为 46.49%(+21.84pct)，净利率为 8%(+7.49pct)，销售费用同比（下同）+10.12%至 14.46 亿元，销售费用率 31.59%，+21.45 pct；管理费用-36.29%至 2.23 亿元，管理费用率 4.87%，+2.17 pct；研发费用 1.53 亿元，研发费用率 3.35%，+2.32 pct；财务费用同比下滑 83.81%至 0.57 亿元，财务费用率 1.25%，-1.48 pct。

2023 年单四季度公司营收同比下滑 73.23%至 11.84 亿元，归母净利润同比下滑 160.33%至 0.65 亿元。单季度毛利率 +22.9pct 至 44.78%，净利率+8.17pct 至 5.44%，单季度销售费用率增长 22.5 pct 至 30.29%，管理费用率增长 2.75 pct 至 5.55%，研发费用率增长 3.23 pct 至 4.47%，财务费用率下滑 1.66pct 至 1.4%。

2024Q1 公司营收 8.91 亿元，同比下滑 29.99%，归母净利润同比下滑 54.35%至 0.59 亿元。扣除非经常性损益后为 0.52 亿元。eps (基本) =0.06 元。销售费用同比（下同）增长 0.97%至 3.23 亿元，销售费用率 36.26%，+11.12 pct；管理费用-38.1%至 0.37 亿元，管理费用率 4.13%，-0.54 pct；研发费用率 3.69%，+1.34 pct；财务费用-0.07 亿元，财务费用率 -0.74%，-4.93 pct。

### ■ 点评

- 1) 公司 2023 年分两批次剥离地产业务，自此聚焦于化妆品、医药、原料及添加剂等业务。2023 年化妆品业务营收 24.16 亿元（同比+22.71%），其中颐莲品牌 8.57 亿元（+20.35%），瓊尔博士品牌 13.48 亿元（+27.33%），两品牌已跻身国产化妆品行业前列；化妆品业务线上销售 21.14 亿元（+20.35%），线下销售 3.02 亿元（+42.30%）。医药业务 2023 年营收同比增长 1.61%至 5.20 亿元；原料及衍生品、添加剂业务营收同比增长 23.16%达到 3.51 亿元，公司旗下焦点福瑞达现拥有透明质酸原料 420 吨/年的产能。核心子公司福瑞达生物股份（公司控股 82.42%）2023 年营收 21.32 亿元，实现净利润 1.76 亿元；持有 30%股权的博士伦福瑞达制药 2023 年为公司贡献的投资收益为 0.70 亿元。
- 2) 2024Q1 公司化妆品业务收入同比+15.12%至 5.44 亿元，产品端公司积极推动防晒、洗护品类拓展，品牌端颐莲和瓊尔博士声量持续提升。颐莲和瓊尔博士 Q1 收入分别同比增长 17.45%和 20.63%达到 2 亿元和 2.94 亿元。医药业务因

上年同期基数相对较高，2024Q1 收入同比-23.25%至 1.09 亿元。原料及添加剂业务 Q1 收入同比+10.26%至 0.84 亿元。

- 3) 2023 年公司构建多元传播，举办了上市公司战略发布会、重组胶原蛋白技术峰会、第四届皮肤微生态大会等，在中国玻尿酸大会、山东省中医药文化节等行业论坛发声等，颐莲和瓊尔博士品牌也加大品宣力度，着力提升品牌影响力，产品线不断丰富。未来公司在化妆品板块一方面持续推进大单品策略，塑强两大主力品牌优势，协助中小品牌突围，另一方面拓展新渠道，线上线下高效协同发展；同时着力推进医药板块产销一体化、原料板块管理一体化、药品原料与制剂一体化。

## 1.5 润本股份：产品持续微创新迭代+渠道拓展驱动高效增长

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 10.33 亿元(+20.66%)，归母净利润同比增长 41.23%至 2.26 亿元。扣除非经常性损益后为 2.19 亿元(+41.64%)。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助。EPS (基本)=0.64 元。每股派发现金红利 0.17 元，合计派发 0.69 亿元，占当期归母净利润的 30.43%。

2023 年公司毛利率为 56.35%(+2.15pct)，净利率为 21.88%(+3.19pct)，销售费用同比(下同)+15.88%至 2.69 亿元，销售费用率 26.02%，-1.07 pct；管理费用+30.24%至 0.33 亿元，管理费用率 3.19%，+0.23 pct；研发费用 0.26 亿元，研发费用率 2.49%，+0.21 pct；财务费用-0.15 亿元，财务费用率-1.47%，-0.93 pct。

2023 年单四季度营收同比增长 19.72%至 2.09 亿元，归母净利润同比增长 58.54%至 0.45 亿元。单季度毛利率+2.51pct 至 57.25%，净利率+5.3pct 至 21.63%，单季度销售费用率下滑 2.99 pct 至 28.68%，管理费用率增长 2.16 pct 至 6.05%，研发费用率增长 0.48 pct 至 3.55%，财务费用率-4.67pct 至-5.19%。

公司 2024Q1 营收 1.67 亿元，同比增长 10.02%，归母净利润同比增长 67.93%至 0.35 亿元。扣除非经常性损益后为 0.31 亿元。EPS (基本)=0.09 元。销售费用同比(下同)增长 14.68%至 0.5 亿元，销售费用率 30.15%，+1.22 pct；管理费用+2.82%至 0.07 亿元，管理费用率 4.32%，-0.3 pct；研发费用率 4.13%，+0.41 pct；财务费用-0.1 亿元，财务费用率-6.25%，-6.04 pct。毛利率提升 2.85pct 至 55.69%，净利率+7.34pct 至 21.28%。

### ■ 点评

- 1) 公司 2023 年积极开拓线上、线下渠道，进一步丰富产品矩阵，2024Q1 势能延续。2023 年公司线上业务同比+17.35%至 7.84 亿元，公司产品在天猫、京东、抖音等电商平台保持一定的市场占有率。润本旗舰店在天猫婴童洗护行业 618 全周期旗舰店排名第一，“润本”品牌销售额在天猫婴童洗护行业 618 全周期排名第一。“润本”品牌获得京东平台“618 全周期超级王牌品牌”。线下业务(即非平台经销商业务)同比+32.36%至 2.48 亿元，公司已经开发合作了大润发、沃尔玛/山姆会员店、7-11、名创优品、屈臣氏、华润超市等 KA 渠道及 wow colour 等特通渠道。2023 年公司推出经销商线上订货平台，大大提高了经销商的订单下单效率，降低了沟通成本。2023 年公司推出了积雪草冰沙霜、驱蚊喷雾-避蚊胺(白桃乌龙)、儿童温和洁面泡泡和青少年温和洁面泡泡、婴童蛋黄油皴裂棒等 50 余款新产品，贴合用户需求，创新产品形态；新申请国家发明专利 3 项，1 项实用新型专利，截止 2023 年末公司已拥有国家授权发明专利 11 项。
- 2) 2023 年公司婴童护理系列产品收入实现 33.62%的高速增长，达到 5.21 亿元，毛利率+2.66pct 至 58.30%。驱蚊系列产品则稳健增长 19.20%至 3.25 亿元，毛利率同比+1.96pct 至 50.32%。精油系列产品同比基本持平(-0.05%)为 1.46 亿元，毛利率+1.68pct 至 62.71%。

## 1.6 华熙生物：管理变革，发展调整，Q1 初现成效

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 60.76 亿元(-4.45%)，归母净利润同比下滑 38.97%至 5.93 亿元。扣除非经常性损益后为 4.9 亿元(-42.44%)。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助(该部分近三年来相对较为稳定，大约在 1.2-1.3 亿元左右)。EPS (基本)=1.23 元。每股派发现金红利 0.38 元(含税)，合计派发 1.82 亿元，占 2023 年归母净利润的 30.69%。

2023 年公司毛利率为 73.32%(-3.67pct)，净利率为 9.59%(-5.53pct)，销售费用（下同）-6.79%至 28.42 亿元，销售费用率 46.78%，-1.17 pct；管理费用+25.27%至 4.92 亿元，管理费用率 8.1%，+1.92 pct；研发费用 4.46 亿元，研发费用率 7.35%，+1.24 pct；财务费用-0.31 亿元，财务费用率-0.51%，+0.26 pct。存货跌价损失-3420 万元（上年同期为 1545 万元），长期股权投资减值损失 2021 万元。

2023 年单四季度营收同比下滑 9.04%至 18.54 亿元，归母净利润同比下滑 73.37%至 0.78 亿元。单季度毛利率-2.6pct 至 73.88%，净利率-10.35pct 至 4.08%，单季度销售费用率下滑 1.49 pct 至 48.52%，管理费用率增长 3.41 pct 至 9.3%，研发费用率增长 3.69 pct 至 9.13%，财务费用率-0.31%。

公司 2024Q1 营收 13.61 亿元，同比增长 4.24%，归母净利润同比增长 21.39%至 2.43 亿元。扣除非经常性损益后为 2.31 亿元。EPS（基本）=0.51 元。销售费用同比（下同）下滑 19.02%至 4.9 亿元，销售费用率 36.04%，-10.35 pct；管理费用+35.07%至 1.16 亿元，管理费用率 8.53%，+1.95 pct；研发费用率 7.04%，+0.67 pct；财务费用-0.05 亿元，财务费用率-0.34%，+0.12 pct。

## ■ 点评

- 1) 2023 年各季度收入分别为 13.05、17.70、11.46、18.54 亿元，扣非归母净利润分别为 1.51、2.10、0.72 和 0.58 亿元（归母净利润中非经常性损益中政府补助各季度间存在波动，但年度合计额近三年来相对稳定，约在 1.2-1.3 亿元）。**原料业务**在 2023 年实现收入 11.29 亿元（同比+15.22%），占公司主营业务收入的 18.59%，其中出口原料业务收入 5.17 亿元（同比增长 21.47%），当中毛利率较高且稳定的医药级透明质酸原料收入 4.01 亿元（同比+18.96%）；化妆品级原料得益于解决方案业务不断完善，合作客户和合作深度持续提升，收入稳步快速增长；此外公司不断开发其他生物活性物，持续优化产品结构。**医疗终端业务** 2023 年收入同比增长 58.95%至 10.90 亿元，其中皮肤类医疗产品 7.47 亿元（同比+60.29%），2023 年新增覆盖超过 3500 家机构，医美填充剂产品在欧盟、俄罗斯、泰国、秘鲁等国家和地区成功注册，出海正在进行；骨科注射液和其他业务分别同比增长 35.34%、102.49%至 2.05 和 1.38 亿元。原料及医疗终端业务毛利率分别-6.83pct 和+1.24pct 至 64.71%和 82.10%。
- 2) 2023 年公司**功能性护肤品业务**收入同比下降 18.45%至 37.57 亿元（2023H1 时下降 7.56%至 19.66 亿元，2023H2 下降 27.79%），毛利率-4.44pct 至 73.93%。2023 年公司重点致力于优化以大单品为核心的品类体系，深化品牌价值，润百颜大单品系列屏障修护系列占比润百颜品牌的 40%+，各品牌更加侧重技术壁垒和情感链接。
- 3) 2023 年在复杂的外部环境下公司主动摆脱过去成功经验的路径依赖，推动全面的管理变革。公司将持续聚焦合成生物学，坚持生物科技公司 and 生物材料公司的整体定位，用科技力打造产品力，塑造品牌力，**进一步加大降本增效力度，推动公司业务持续稳定健康增长**。2024Q1 公司毛利率相较于上年同期+1.95pct，销售费用已同比-19.02%至 4.90 亿元，调整已初现成效。

## 1.7 贝泰妮：2023 年调整，静待向上

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 55.22 亿元(+10.14%)，归母净利润同比下滑 28.01%至 7.57 亿元。扣除非经常性损益后为 6.18 亿元(-35.02%)。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助及理财收益。EPS（基本）=1.79 元。每 10 股派发现金红利 6 元（含税），合计预计派发现金红利 2.52 亿元，占 2023 年归母净利润的 33.3%。

2023 年公司毛利率为 73.9%(-1.31pct)，净利率为 13.75%(-7.2pct)，销售费用同比（下同）+27.43%至 26.1 亿元，销售费用率 47.26%，+6.41 pct；管理费用+20.45%至 4.13 亿元，管理费用率 7.48%，+0.64 pct；研发费用 2.99 亿元，研发费用率 5.41%，+0.33 pct；财务费用-0.21 亿元，财务费用率-0.39%，-0.1 pct，维持稳定。

2023Q4 单季度营收同比下滑 1.31%至 20.91 亿元，归母净利润同比下滑 66.74%至 1.78 亿元。单季度毛利率-3.29pct 至 69.76%，净利率-15.97pct 至 9.29%，单季度销售费用率增长 14.55 pct 至 48.08%，管理费用率增长 1.46 pct 至 8.08%，研发费用率下滑 0.46 pct 至 5.59%，财务费用率-0.23%。

2024Q1 营收 10.97 亿元（包含 2023 年 10 月 31 日收购的姬芮 Za 和泊美 PURE&MILD 收入，如按不变口径，收入同比增长 11.13%至 9.59 亿元），同比增长 27.06%，归母净利润同比增长 11.74%至 1.77 亿元。扣除非经常性损益后为 1.54 亿元

(同比+21.94%)。非经常性损益主要是理财收益。EPS(基本)=0.42元。毛利率72.09%(-4.02pct,如果扣除并购影响,不变口径的毛利率为74.20%),销售费用同比(下同)增长24.75%至5.13亿元,销售费用率46.73%,-0.87pct;管理费用+13.54%至0.76亿元,管理费用率6.9%,-0.82pct;研发费用率2.98%,-0.96pct;财务费用-0.05亿元,财务费用率-0.42%。

## ■ 点评

- 1) 2023年公司营业收入55.22亿元(+10.14%),由于“双11”预期目标未达成、毛利率略有下降、中央工厂建成投产增加相应费用及主要产品线上获客成本上升等影响,2023年公司归母净利润未完成股权激励考核的2022年为基数剔除激励费用影响后增长率不低于28%的目标,由此第一个归属期的249名首次授予对象已获授的137.85万股限制性股票作废。2023年10月底并购的悦江投资2023年收入5.48亿元(同比增长76.66%),主品牌姬芮(Za)和泊美(PURE&MILD)收入并表分别为0.90亿元和0.14亿元;归属悦江投资的净利润为4310.22万元(并表利润832.87万元),因“双十一”未达预期销售目标、部分重点单品原料缺货、主动进行产品升级等使得成本略高于预期影响,2023年业绩略微低于业绩承诺的5000万元。
- 2) 2023年公司详细披露了阿里、抖音、京东、唯品会等线上渠道收入体量及增速,抖音渠道同比增长47.14%达到6.3亿元(在主营业务收入的比重达到11.48%,首次超过10%),其中抖音官方旗舰店贡献收入的80%;阿里系渠道(含自营和代销)收入同比-14.46%至17.62亿元(其中天猫旗舰店收入15.27亿元),占主营收入比重降至32.03%(上年同期为20.60亿元对应41.23%的主营业务占比);京东和唯品会渠道分别贡献公司主营收入的6.80%和5.57%,分别为3.74亿元和3.07亿元收入。此外公司omo线上业务薇诺娜专柜服务平台收入也达到4.85亿元(同比+4.94%),两年复购率达到51.93%,2023年度客单价为1562.39元,此外公司也积极开拓线下业务,omo销售渠道线下自营业务2023年收入3783.18万元,处于快速发展期。
- 3) 2023年护肤品收入48.70亿元,仍然是公司收入的主要部分,医疗器械和彩妆分别贡献收入4.63亿元和1.69亿元。主品牌薇诺娜收入51.92亿元(毛利率74.50%);薇诺娜宝贝收入1.50亿元,线下门店及终端数量已覆盖超5000家,其中包括终端医院覆盖985家,屈臣氏覆盖近4000家门店;AOXMED聚焦专业抗老,收入3619万元(毛利率76.18%);姬芮(Za)和泊美(PURE&MILD)收入分别为0.90亿元和0.14亿元,毛利率分别为59.02%和48.72%。
- 4) 尽管2023年股权激励第一个考核期对应限制性股票作废,但公司以回购股份激励员工,激发员工积极性。截止2024-4-30公司已回购股份313.96万股,支付总金额为2.08亿元,公司以回购股份向249名(含2名董事、1名高管及246名其他核心人员)员工实施员工持股计划,持股规模不超过136.35万股,授予价格为公司回购股份均价66.86元/股的50%即33.43元/股。本次员工持股计划的存续期为24个月。

## 二、 医美：2023H2 增速略有放缓，胶原赛道靓丽

医美行业近年来因疫情扰动,季度间同比增速波动较大。2023H1在上年相对较低基数下同比增速较高,下半年消费意愿有所减弱,且上年有相对较高基数,增速略有放缓。

2023年上半年:1)爱美客2023H1收入同比增长64.93%至14.59亿元,特别是Q2收入同比增长82.60%,单季度收入达到8.29亿元(占2023年收入的28.9%)。2)华东医药下医美业务同比增长36.40%至12.24亿元,国际业务部分全资子公司Sinclair收入同比增长26.07%至约6.69亿元人民币,国内医美全资子公司欣可丽美学收入5.16亿元(同比增长90.66%)。3)华韩医美收入增长27.10%至5.73亿元。4)昊海生科旗下医美业务同比增长47.49%至4.85亿元。5)朗姿旗下医美业务收入同比增长25.15%至9.06亿元。

全年看,1)爱美客收入同比增速为47.99%,达到28.69亿元(下半年同比增速为33.77%);2)华东医药旗下医美业务同比增长27.79%至24.47亿元(下半年同比增速20.14%),国际医美业务部分全资子公司Sinclair营收约13.04亿元人民币,同比增长14.49%(下半年同比增速3.59%),国内医美全资子公司欣可丽美学报告期内累计实现收入10.51亿元,同比增长67.83%(下半年同比增速50.70%)。3)华韩收入同比+18.32%至10.95亿元(下半年同比增速降至10.13%),其中非手术业务收入同比增长21.05%至9.39亿元。4)昊海生科旗下医疗美容与创面护理产品收入较2022年增长41.27%至10.57亿元(其中玻尿酸业务同比增长95.54%至6.02亿元,人表皮生长因子业务收入同比增长13.58%达到1.71亿元,射频及

激光设备业务收入略微下降 1.97%至 2.84 亿元)。5) 朗姿旗下医美板块业务收入 21.27 亿元(同比+27.75%), 下半年增速超过上半年, 为 29.76%(公司在 2023 年 7 月有新增并购, 收购了武汉五洲 90%股权和武汉韩辰 70%股权)。

## 2.1 爱美客：第二曲线凝胶产品成型，严监管下合规龙头稳健成长

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 28.69 亿元(同比+47.99%), 归母净利润同比增长 47.08%至 18.58 亿元。扣除非经常性损益后为 18.31 亿元(+52.95%)。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助和委托他人投资/管理资产的损益。eps(基本)=8.60 元。2023 年公司毛利率为 95.09%(+0.25pct), 净利率为 64.65%(-0.73pct), 销售费用+60.03%至 2.6 亿元, 销售费用率 9.07%, +0.68 pct(主要是人工及营销活动费用增加); 管理费用+15.02%至 1.44 亿元(主要是人工、折摊费用增加, 同时港股上市费用减少), 管理费用率 5.03%, -1.44 pct; 研发费用 2.5 亿元, 研发费用率 8.72%, -0.21 pct; 财务费用-0.54 亿元, 财务费用率-1.89%。

2023 年单 Q4 营收同比增长 55.55%至 6.99 亿元, 归母净利润同比增长 62.2%至 4.4 亿元。单季度毛利率-1.18pct 至 94.45%, 净利率+1.51pct 至 62.83%, 单季度销售费用率增长 0.45 pct 至 6.9%, 管理费用率下滑 9.49 pct 至 4.62%, 研发费用率增长 0.06 pct 至 12.97%, 财务费用率-1.73%。

2024Q1 营收 8.08 亿元, 同比增长 28.24%, 归母净利润同比增长 27.38%至 5.27 亿元。扣除非经常性损益后为 5.28 亿元。eps(基本)=2.45 元。销售费用同比(下同)增长 2.65%至 0.67 亿元, 销售费用率 8.34%, -2.08 pct; 管理费用-34.57%至 0.33 亿元, 管理费用率 4.07%, -3.91 pct; 研发费用率 7.13%, +0.21 pct; 财务费用同比下滑 12.76%至-0.14 亿元, 财务费用率-1.69%, +0.8 pct。

### ■ 点评

- 1) 公司坚持了高分红比例, 2023 年合计派发现金红利 9 亿元(含税); 半年度分红合计 4 亿元(每 10 股派发现金红利 18.48 元), 年度分红合计 5 亿元(每 10 股派发现金红利 23.23 元)且以资本公积金每 10 股转增 4 股。上市以来公司累计分红 23.8 亿元, 累计现金分红占归母净利润的 52.65%。2023 年公司耗资 4 亿元以集中竞价方式累计回购公司股份约 116.59 万股, 公司实控人简军女士以自有资金累计增持公司股份 19.91 万股, 增持金额为 6253.78 万元。
- 2) 业绩表现符合此前预告区间。2023 年公司溶液类(以“嗨体”为核心)产品收入占比 58.22%, 对应 16.71 亿元, 同比增长 29.22%; 实现销量 514.13 万支, 较上年同期增长 48.88%, 我们判断价格相对较低的交活、嗨体 2.5 等获得更高增长, 从而溶液类产品销售单价从 374.5 元下降 13%至 325.0 元; 溶液类产品毛利率相较上年同期+0.25pct 至 94.48%。凝胶类注射产品实现营业收入 11.58 亿元, 同比 81.43%, 收入占比达到 40%; 销量同比增长 36.13%至 100.68 万支, 销售单价 1150.18 元; 凝胶类产品毛利率+0.97pct 至 97.49%。截止 2023 年末公司拥有超过 400 名销售和市场人员, 覆盖全国 31 个省、市、自治区, 覆盖国内大约 7,000 家医疗美容机构。公司坚持“直销为主、经销为辅”的营销模式, 直销与经销模式的收入占比分别为 62.26%与 37.74%。
- 3) 公司持续注重研发能力建设, 研发管线项目充实。2023 年公司研发费用率 8.72%, 研发投入金额同比+44.49%; 截止 2023 年末研发人员增加 62 人至 243 人, 占总人数的比例+1.31pct 至 26.70%。在研项目中, 用于纠正颈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。在体重管理与减脂领域, 公司质肽生物合作引入司美格鲁肽产品的基础上, 以总金额 5,000 万元投资持有质肽生物 4.89%股权; 此外公司与韩国 Jeisys Medical Inc. 签署了《经销协议》, Jeisys 授权爱美客负责其旗下 Density 和 LinearZ 医疗美容治疗设备及配套耗材在中国内地(不含香港、澳门、台湾)的推广、分销、销售和相关服务。根据公司发展战略规划, 为进一步优化产业布局, 公司拟以自有资金在北京市昌平区南邵镇中关村科技园昌平园东区投资“美丽健康产业化创新建设项目”, 项目预计总投资 8.1 亿元。
- 4) 行业监管持续趋严, 合规龙头受益。随着医美产品日渐丰富, 运营能力更为重要。经营多年公司积累了产品力、渠道力、品牌力和营销运营能力, 形成坚实的核心竞争优势。2023 年公司推出了股权激励计划, 向符合授予条件的 145 名

激励对象授予 35.06 万股限制性股票。公司 2023 年也顺利完成股权激励指标 ( 满足两条件之一: ①以 2022 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 45%; ②以 2022 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 40% )。根据公司股权激励计划(以 2022 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 103%, 或以 2022 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 89% ), 2024 年业绩预期为收入 39.358 亿元以上或扣非归母净利润 22.63 亿元以上。

## 2.2 锦波生物: 胶原械三产品高速增长, 产品矩阵不断丰富

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 7.80 亿元(+99.96%), 归母净利润同比增长 174.6%至 3.00 亿元。扣除非经常性损益后为 2.86 亿元(+181.02%)。非经常性损益主要是政府补助。EPS (基本)=4.64 元。每股派发现金红利 1.0 元 (叠加年中每股派发的 0.5 元/股, 2023 年度每股派发 1.5 元红利, 合计派发现金占 2023 年归母净利润的 34.07% ), 并以资本公积金每 10 股转增 3 股。

2023 年公司毛利率为 90.16%(+4.72pct), 净利率为 38.28%(+10.37pct), 销售费用同比 (下同) +57.17%至 1.65 亿元, 销售费用率 21.14% (规模效应显现), -5.76 pct; 管理费用+107.01%至 0.92 亿元, 管理费用率 11.82%, +0.4 pct; 研发费用 0.85 亿元, 研发费用率 10.89%, -0.75 pct; 财务费用同比增长 35.58%至 0.11 亿元, 财务费用率 1.4%, -0.67 pct。

2023 年单四季度营收同比增长 89.68%至 2.63 亿元, 归母净利润同比增长 176.14%至 1.08 亿元。单季度毛利率+3.17pct 至 90.54%, 净利率+12.18pct 至 40.76%, 单季度销售费用率下滑 5.9 pct 至 20.71%, 管理费用率增长 2 pct 至 12.49%, 研发费用率下滑 0.59 pct 至 8.98%, 财务费用率下滑 2.61pct 至 0.97%。

2024Q1 公司营收 2.26 亿元, 同比增长 76.09%, 归母净利润同比增长 135.72%至 1.01 亿元。扣除非经常性损益后为 0.98 亿元。eps (基本)=1.49 元。销售费用同比 (下同) 增长 78.27%至 0.54 亿元, 销售费用率 23.93%, +0.29 pct; 管理费用+30.97%至 0.24 亿元, 管理费用率 10.84%, -3.74 pct; 研发费用率 4.56%, -4.5 pct; 财务费用同比下滑 8.89%至 0.03 亿元, 财务费用率 1.11%, -1.04 pct。

### ■ 点评

- 1) 公司 2023 年及 2024Q1 业绩均靠近此前业绩预告上沿, 2023 年公司收入逐季提升 (Q1-Q4 分别为 1.28、1.88、2.01 和 2.63 亿元), 归母净利润也呈上升趋势 (Q1-Q4 分别为 0.43、0.66、0.83 和 1.08 亿元)。2023 年收入中有 6.80 亿元为医疗器械 (包含三类医疗器械植入剂及二类医疗器械敷料产品) 贡献, 同比增长 122.66%, 毛利率 93.18% (同比 +4.89pct), 其中单一材料医疗器械收入增长 254.65%, 是收入及业绩增长的主要驱动力, 毛利率高达 95.56%。截止 2023 年末公司植入剂产品销售团队 135 人、已覆盖约 2000 家终端医疗机构。功能性护肤品板块公司一方面围绕大客户需求定向开发原材料并研发具备特定功能的护肤品, 另一方面建设自有品牌 ProtYouth、肌频、重源, 2023 年功能性护肤品业务收入 0.76 亿元, 同比增长 12.00%。2023 年公司原料业务收入 0.24 亿元 (同比+42.89%), 目前原料包含高端医疗植入级、医疗外用级、化妆品级, 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; 2023 年公司 与欧莱雅建立战略合作, 2024 年 3 月修丽可推出注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液铂研 (根据修丽可微信视频号, 该产品依托的是公司 2023 年 8 月获批的 III 类证注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液, 对应注册编号韦国械注准 20233131245), 公司进入欧莱雅集团供应链体系供应重组胶原蛋白。
- 2) 2023 年 8 月公司注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液创新产品获批, 是继重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维之后国内重组胶原蛋白领域第 2 个三类医疗器械植入剂产品, 丰富了公司 A 型人源化胶原家族, 2023 年 12 月公司创新推出 3+17 型胶原蛋白治疗方案; 同时 2023 年公司获得 8 个二类医疗器械注册证。公司产品依然在不断丰富的路上。

## 2.3 朗姿股份: 医美机构持续复制, 医美业务有效扩张

### ■ 事项

公司 2023 年实现营收 51.45 亿元(相比追溯调整前+32.67%, 相比追溯调整后的 2023 年收入同比增长 24.41%), 归母净利润同比增长 1300.11% (为相比追溯调整前增速, 相较追溯后的 2023 年归母净利润同比增长 953.37%) 至 2.25 亿元。扣除非经常性损益后为 1.96 亿元。非经常性损益主要是同一控制下企业合并产生的当期净损益和政府补助。eps (基本)=0.51 元。每股派发现金红利 0.45 元 (含税), 股利支付率达 88.46%。

2023 年公司毛利率为 57.44%(-0.07pct)，净利率为 4.9%(+4.01pct)，销售费用同比（下同）+28.75%至 21.18 亿元，销售费用率 41.16%，-1.25 pct；管理费用+26.02%至 4.17 亿元，管理费用率 8.11%，-0.43 pct；研发费用 0.96 亿元，研发费用率 1.86%，-1.14 pct；财务费用同比下滑 5.85%至 0.85 亿元，财务费用率 1.66%，-0.68 pct。

2023 年单四季度营收同比增长 19.57%至 14.52 亿元，归母净利润同比下滑 2252.45%至 0.31 亿元。单季度毛利率-0.72pct 至 57.1%，净利率+1.96pct 至 2.8%，单季度销售费用率下滑 0.19 pct 至 41.79%，管理费用率增长 0.71 pct 至 8.36%，研发费用率下滑 0.74 pct 至 1.88%，财务费用率下滑 1.03pct 至 1.37%。

公司 2024Q1 营收 14.00 亿元，同比增长 11.42%，归母净利润同比增长 15.83%至 0.82 亿元，扣除非经常性损益后为 0.79 亿元。EPS（基本）=0.19 元。销售费用同比（下同）增长 27.99%至 5.61 亿元，销售费用率 40.05%，+1.6 pct；管理费用+19.9%至 1.14 亿元，管理费用率 8.13%，-0.2 pct；研发费用率 1.97%，-0.06 pct，维持稳定；财务费用同比下滑 11.62%至 0.18 亿元，财务费用率 1.32%，-0.51 pct。

## ■ 点评

- 1) 2023 年公司通过同一控制下企业合并方式收购武汉五洲、武汉韩辰部分股权，因此对 2022 年度经营情况进行了追溯调整，调整后 2023 年营收同比增长 24.41%。2023 年公司女装板块收入 19.84 亿元（同比+29.27%），婴童业务收入 9.75 亿元（同比+11.13%）；医美业务收入 21.27 亿元（同比增长 27.75%），其中非手术类占比达到 83.69%即 17.80 亿元（同比增长 36.19%。非手术类比例相比 2021 年 71.86%的有明显提升，彼时非手术类医美收入为 10.80 亿元）。医美业务中米兰柏羽收入 10.11 亿元（较高基数上同比增长 20.25%），晶肤医美收入 4.05 亿元（同比增长 30.85%），韩辰医美收入同比增长 24.77%至 3.41 亿元，武汉五洲和高一生收入分别为 2.18 和 1.52 亿元。
- 2) 公司于 2022 年 10 月收购的昆明韩辰（收购了 75%股权）、2023 年 7 月收购的武汉五洲（收购了 90%股权）、武汉韩辰（收购了 70%股权）均完成了 2023 年业绩承诺。2024 年 2 月 28 日公司公告拟以现金收购郑州集美全部股权，交易对价 1.55 亿元（2023 年收入 1.06 亿元，净利润 769 万元），承诺 2024-2026 年净利润分别为 1054 万元、1282 万元、1529 万元，累计不低于 3865 万元。截止 2023 年末公司已经拥有 38 家医疗美容机构、拥有医生及医护人员 1205 人。公司旗下医美机构包含综合性医院 8 家、门诊部或诊所 30 家，主要分布在成都、西安、昆明、重庆、深圳、武汉、长沙和咸阳等地区，在运营“米兰柏羽”、“韩辰医美”、“晶肤医美”等国内医美品牌，各大品牌分别专注于不同的医美领域，在各自市场区域内具有较高品牌知名度和市占率。朗姿医美的区域规模优势已经形成，且经过多年运营朗姿医美已经构建了一套相对成熟的管理和运营体系、明确的外延发展和内生增长相结合的发展模式，基本实现了医美机构管控和运营的可复制性。

## 三、 风险提示

### 1.宏观经济波动。

宏观经济对包括美妆、医美在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步影响美妆、医美行业健康发展。

### 2.美妆安全、质量风险；医美安全事故。

虽然消费者对美妆产品功效观测和实证较难，但若存在较为明显的产品质量不合格、产品安全问题或者使用感受不适，则会对品牌产生负面影响，同时影响品牌发展和产品销售。医美安全事故可能影响消费者的求美意愿。

### 3.关键渠道拓展不及预期，品牌运营不力，新品拓展和研发不及预期。

美妆行业渠道变化较快，市场竞争相对激烈，各品牌、公司每年有较多费用投入在销售费用层面，如未能把握关键/新兴渠道则影响品牌对消费者触达，甚至错失渠道红利和品牌继续成长的重要窗口期。同时美妆品牌也需要推出新品、精细化运营以适应消费者变化的口味、拓宽市场，如新品拓展不力品牌有老化风险甚至增长乏力。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层