



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告

2024年5月8日

行业：美容护理

增持（维持）

美护龙头表现亮眼，积极把握布局机会

——24Q1美护业绩总结

分析师：梁瑞 SAC 编号：S0870523110001

主要观点

◆ 医美：行业增长韧性强，新材料新产品驱动

- 营收端：2023全年医美实现较快增长，其中上游产品端爱美客同比+48%、锦波生物同比+100%；下游机构端朗姿股份同比+24%、美丽田园医疗健康同比+31%、医思健康同比+33%。24Q1医美保持平稳增长，胶原蛋白赛道仍然火热，锦波生物同比+76%。
- 利润端：我们认为受22年疫情低基数影响，医美整体23年利润恢复明显。24Q1延续增长态势，继续验证医美的增长韧性，其中锦波生物归母净利润同比+136%，延续高增。
- 盈利能力：毛利率，产品端保持高毛利率水平；机构端朗姿股份24Q1毛利率有所提升；费用率，管理费用率和研发费用率保持稳定，24Q1销售费用率有所优化，我们认为主要是由于投放效率提升；净利率，保持较高盈利能力，锦波生物净利率提升明显。

◆ 美妆：分化趋势延续，关注 α 及边际改善

- 营收端：2023年头部化妆品品牌保持高增，其中珀莱雅+39%、丸美+29%、巨子+48%、上美+55%。24Q1延续分化趋势，珀莱雅继续高增、贝泰妮和丸美大幅改善。
- 利润端：2023年业绩修复，24Q1珀莱雅、润本、丸美表现亮眼。
- 盈利能力：化妆品毛利率稳中有升。费用率，管理费用率和研发费用率保持平稳；销售费用率有所提升。净利率：24Q1华熙生物、润本股份同比提升，贝泰妮、敷尔佳、福瑞达同比有所下降。

◆ 投资建议

- 积极把握四条投资主线：胶原蛋白细分赛道，巨子生物、锦波生物、江苏吴中等；具有强 α 的美护龙头，珀莱雅、科思股份、爱美客等；关注性价比消费趋势，润本股份、福瑞达、上美股份等；边际改善标的，丸美股份、贝泰妮、华熙生物、朗姿股份等。



风险提示：消费市场复苏不及预期；新品推出不及预期；行业竞争加剧；第三方数据统计口径差异风险等

1.1 医美：Q1增长符合预期，关注新产品新材料放量

- ◆ **营收端**：2023全年医美实现较快增长，其中上游产品端爱美客同比+48%、锦波生物同比+100%；下游机构端朗姿股份同比+24%、美丽田园医疗健康同比+31%、医思健康同比+33%。24Q1医美保持平稳增长，胶原蛋白赛道仍然火热，锦波生物同比+76%。
- ◆ **利润端**：我们认为受22年疫情低基数影响，医美整体23年利润恢复明显。24Q1延续增长态势，继续验证医美的增长韧性，其中锦波生物归母净利润同比+136%，延续高增。

医美相关标的营收、归母净利润及增速（亿元、%）

	证券代码	证券简称	2023		2024Q1		2023		2024Q1	
			营收（亿元）	yoy	营收（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
医美	300896.SZ	爱美客	29	48%	8.08	28%	18.58	47%	5.27	27%
	688366.SH	昊海生科	27	25%	6.46	6%	4.16	131%	0.98	20%
	000963.SZ	华东医药	406	8%	104.11	3%	28.39	14%	8.62	14%
	600200.SH	江苏吴中	22	11%	7.03	15%	-0.72	6%	0.05	-82%
	832982.BJ	锦波生物	8	100%	2.26	76%	3.00	175%	1.01	136%
	002612.SZ	朗姿股份	51	24%	14.00	11%	2.25	953%	0.82	16%
	688389.SH	普门科技	11	17%	3.06	10%	3.29	31%	1.07	22%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	22	31%			2.16	109%		
	1696.HK	复锐医疗科技	4	1%			0.31	-22%		
	2138.HK	医思健康	39	33%			0.70	-65%		

资料来源：Wind，上海证券研究所



1.2 医美：销售端效率改善，保持较高盈利能力

- ◆ **毛利率**：产品端保持高毛利率水平；机构端朗姿股份24Q1毛利率有所提升。
- ◆ **费用率**：管理费用率和研发费用率保持稳定，24Q1销售费用率有所优化，我们认为主要是由于投放效率提升。
- ◆ **净利率**：保持较高盈利能力，锦波生物净利率提升明显。

医美毛利率、净利率、费用率 (%)

	证券代码	证券简称	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1
			毛利率	毛利率	净利率	净利率	销售费用率	销售费用率	管理费用率	管理费用率	研发费用率	研发费用率
医美	300896.SZ	爱美客	95%	95%	65%	65%	9%	8%	14%	11%	8.7%	7.1%
	688366.SH	昊海生科	71%	69%	16%	14%	31%	31%	24%	23%	8.3%	10.0%
	000963.SZ	华东医药	32%	32%	7%	8%	16%	15%	7%	6%	3.1%	2.7%
	600200.SH	江苏吴中	24%	21%	-3%	1%	18%	12%	7%	5%	1.8%	1.4%
	832982.BJ	锦波生物	90%	92%	38%	45%	21%	24%	23%	15%	10.9%	4.6%
	002612.SZ	朗姿股份	57%	60%	5%	6%	41%	40%	10%	10%	1.9%	2.0%
	688389.SH	普门科技	66%	70%	29%	35%	17%	13%	20%	17%	14.8%	12.0%
	688580.SH	伟思医疗	72%	70%	29%	25%	27%	25%	23%	32%	12.5%	17.6%
	2373.HK	美丽田园医疗健康	46%		11%		18%		15%			
	1696.HK	复锐医疗科技	61%		9%		35%		9%			
	2138.HK	医思健康			3%		4%					

资料来源：wind，上海证券研究所



2.1 美妆：头部品牌业绩靓丽，关注超预期及边际改善

- ◆ 营收端：2023年头部化妆品品牌保持高增，其中珀莱雅+39%、丸美+29%、巨子+48%、上美+55%。24Q1延续分化趋势，珀莱雅继续高增、贝泰妮和丸美大幅改善。
- ◆ 利润端：2023年业绩修复，24Q1珀莱雅、润本、丸美、科思表现亮眼。

化妆品营收、归母净利润及增速（亿元、%）

	证券代码	证券简称	2023		2024Q1		2023		2024Q1	
			营收（亿元）	yoy	营收（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	55	10%	10.97	27%	7.57	-28%	1.77	12%
	603605.SH	珀莱雅	89	39%	21.82	35%	11.94	46%	3.03	46%
	300856.SZ	科思股份	24	36%	7.12	21%	7.34	89%	2.20	37%
	001328.SZ	登康口腔	14	5%	3.61	5%	1.41	5%	0.37	16%
	301371.SZ	敷尔佳	19	9%	4.09	10%	7.49	-12%	1.52	-5%
	600223.SH	福瑞达	46	-65%	8.91	-30%	3.03	567%	0.59	-54%
	688363.SH	华熙生物	61	-4%	13.61	4%	5.93	-39%	2.43	21%
	603193.SH	润本股份	10	21%	1.67	10%	2.26	41%	0.35	68%
	600315.SH	上海家化	66	-7%	19.05	-4%	5.00	6%	2.56	11%
	300740.SZ	水羊股份	45	-5%	10.32	-1%	2.94	135%	0.40	-23%
	603983.SH	丸美股份	22	29%	6.61	39%	2.59	49%	1.11	41%
	2367.HK	巨子生物	35	48%			14.52	45%		
2145.HK	上美股份	42	55%			4.61	213%			

资料来源：Wind，上海证券研究所



2.2 美妆：产品结构优化，营销推广内卷加剧

- ◆ 毛利率：化妆品毛利率稳中有升。
- ◆ 费用率：管理费用率和研发费用率保持平稳；销售费用率有所提升。
- ◆ 净利率：24Q1华熙生物、润本股份、科思股份同比提升，贝泰妮、敷尔佳、福瑞达同比有所下降。

美妆相关标的毛利率、净利率、费用率 (%)

	证券代码	证券简称	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1	2023	2024Q1
			毛利率	毛利率	净利率	净利率	销售费用率	销售费用率	管理费用率	管理费用率	研发费用率	研发费用率
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	74%	72%	14%	16%	47%	47%	13%	10%	5.4%	3.0%
	603605.SH	珀莱雅	70%	70%	14%	14%	45%	47%	7%	7%	1.9%	2.2%
	300856.SZ	科思股份	49%	48%	31%	31%	1%	2%	12%	11%	4.7%	4.5%
	001328.SZ	登康口腔	44%	48%	10%	10%	28%	32%	8%	7%	3.1%	3.6%
	301371.SZ	敷尔佳	82%	81%	39%	37%	28%	33%	6%	7%	1.7%	1.5%
	600223.SH	福瑞达	46%	51%	8%	8%	32%	36%	8%	8%	3.3%	3.7%
	688363.SH	华熙生物	73%	76%	10%	18%	47%	36%	15%	16%	7.3%	7.0%
	603193.SH	润本股份	56%	56%	22%	21%	26%	30%	6%	8%	2.5%	4.1%
	600315.SH	上海家化	59%	63%	8%	13%	42%	37%	12%	8%	2.2%	1.8%
	300740.SZ	水羊股份	58%	61%	7%	4%	41%	46%	7%	7%	1.7%	1.8%
	603983.SH	丸美股份	71%	75%	12%	17%	54%	50%	8%	6%	2.8%	2.5%
	2367.HK	巨子生物	84%		41%		33%		3%			
	2145.HK	上美股份	72%		11%		53%		5%			

资料来源: wind, 上海证券研究所



3 个股估值：估值调整到合理水平，把握美护布局机会

美护主要标的预测PE (wind一致预期)

	证券代码	证券简称	PE(2024)	PE(2025)	PE(2026)	PEG (2024)
化妆品	300957. SZ	贝泰妮	21	17	15	0.4
	603605. SH	珀莱雅	29	23	19	1.0
	300856. SZ	科思股份	14	12	10	0.5
	001328. SZ	登康口腔	25	21	18	1.6
	301371. SZ	敷尔佳	16	15	13	1.2
	600223. SH	福瑞达	21	17	14	0.8
	688363. SH	华熙生物	33	27	23	0.7
	603193. SH	润本股份	26	21	17	0.9
	600315. SH	上海家化	23	19	17	0.9
	300740. SZ	水羊股份	18	15	13	0.5
	603983. SH	丸美股份	32	25	21	0.7
	2367. HK	巨子生物	24	19	16	1.1
	2145. HK	上美股份	22	16	12	0.3
医美	300896. SZ	爱美客	26	20	16	0.8
	688366. SH	昊海生科	32	25	21	1.4
	000963. SZ	华东医药	17	15	13	0.9
	600200. SH	江苏吴中	57	32	21	0.2
	832982. BJ	锦波生物	32	23	17	0.5
	002612. SZ	朗姿股份	24	20	17	0.6
	688389. SH	普门科技	19	15	13	0.6
	688580. SH	伟思医疗	18	14	12	0.7
	2373. HK	美丽田园医疗健康	13	10	9	0.4
	1696. HK	复锐医疗科技	5	4	3	0.1
	2138. HK	医思健康	36	12	0	-0.9

资料来源: wind, 上海证券研究所
备注: 以20240430收盘价计算



维持美容护理“增持”评级。

- ◆ 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，关注锦波生物、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：关注性价比消费趋势，福瑞达、上美股份、润本股份等
- ◆ 投资主线四：关注短期组织、业务等调整优化结果逐渐显现的边际改善标的，丸美股份、贝泰妮、华熙生物、朗姿股份等。



- ◆ **消费市场复苏不及预期：**如果总体消费复苏不及预期，消费者可能消费意愿降低，导致行业复苏不及预期。
- ◆ **新品推出不及预期：**如果品牌新品上市时间及新品上市后表现不及预期，短期将影响公司的销售目标达成。
- ◆ **行业竞争加剧：**随着流量总体增长的逐渐放缓，品牌竞争更加激烈，如果不能及时把握市场趋势变化，将对经营产生较大影响。
- ◆ **第三方数据统计口径差异风险：**部分统计数据来自第三方数据库，可能与实际销售数据存在较大差异。



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。

