

## 商贸零售

2024年05月18日

投资评级：看好（维持）

## 医美化妆品4月月报：洗护赛道未来可期，618大促将至、关注强α国货美妆品牌

——行业点评报告

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《零售行业2023年报&2024年一季报综述：零售企业经营显著回暖，关注黄金珠宝、美容护理优质品牌—行业深度报告》-2024.5.14

《关注零售行业中期投资策略：顺应趋势、优选龙头—行业周报》-2024.5.12

《顺应消费趋势，关注黄金珠宝等景气赛道优质品牌—行业投资策略》-2024.5.8

黄泽鹏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

杨柏炜（分析师）

yangbowei@kysec.cn

证书编号：S0790524050001

#### ● 板块行情回顾

**医美**（选取14家上市公司）：4个月个股涨幅靠前为医美国际（+50.0%）、四环医药（+7.5%）、普门科技（+6.5%）；**化妆品**（选取16家上市公司）：4个月个股涨幅靠前为润本股份（+17.2%）、上海家化（+15.2%）、珀莱雅（+14.1%）。

#### ● 医美：Thermage披露中译名“超玛吉”，美丽田园女神节大促表现亮眼

**(1) 行业动态：**产品端，近日索塔医疗正式披露Thermage官方中文译名“超玛吉”，并正式发布超玛吉FLX（俗称“热玛吉5代”）；本次确立官方中译名旨在加强Thermage在我国市场的合规推广并进一步提高正品识别度。机构端，近日美丽田园发布2024年女神节（3月8日-4月28日）战报，大促期间美丽田园实现权益金5.4亿元（同增13%），其中身体保健类项目整体净消费金额同增55%，新品“法国LPG”表现亮眼。**(2) 行业观点：**我们认为，“超玛吉”获批III类器械并确立区别于以往“热玛吉”的官方中译名，背后反映的是医美行业合规重要性进一步凸显，利好合法合规且拥有差异化产品的上游厂商及医美机构龙头。

#### ● 化妆品：国货品牌纷纷入局洗护，关注洗护市场未来发展

**(1) 数据：**4月天猫+抖音渠道护肤/彩妆销售额分别为117.76亿元（+11.5%）/50.69亿元（+17.4%），分拆看天猫下滑、抖音延续较好增长。**(2) 行业动态：**近期，多个美妆集团纷纷宣布布局洗护赛道，如珀莱雅推出洗护品牌“惊时”专研头皮微生态，福瑞达计划推出品牌“即沐”为屏障受损发质提供微生态解决方案，上美股份亦将洗护赛道作为未来战略重点之一。**(3) 行业观点：**根据用户说数据，2023年我国洗护发线上市场规模接近300亿元（同比+11%），市场空间广阔。近年来随着消费者头皮养护意识增强，“护肤式”护发渐成趋势，推动洗护市场迈向高端化。我们认为，较早入局功效洗护的国货品牌或将受益，在更精细、更本土化的运营下有望取得成功，实现对宝洁、联合利华等传统国际洗护大牌的弯道超车。

#### ● 投资建议：618大促将至，关注强α国货美妆品牌

**(1) 医美：**关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头，重点推荐爱美客（看好差异化单品表现，未来平台化有望实现长期增长）、科笛-B（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）；**(2) 化妆品：**关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌，重点推荐润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长）、珀莱雅（增长持续超预期，产品+品牌+渠道全面发力）、巨子生物（妆品业务持续放量，医美管线落地有望打开新空间）。我们认为，5月下旬即将迎来618大促，化妆品板块或受益618大促催化，强α国货美妆品牌有望迎来较好表现。

#### ● 风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

## 内容目录

1、行情回顾.....	3
2、医美：“超玛吉”焕新上市，美丽田园女神节大促表现亮眼.....	6
3、化妆品：国货品牌纷纷入局洗护，关注洗护市场未来发展.....	7
3.1、行业大盘：美妆大盘持续增长，天猫略有下滑、抖音依旧强势.....	7
3.2、品牌表现：上美股份、巨子生物等国货公司增长亮眼.....	7
3.3、国货品牌纷纷入局洗护，关注洗护市场未来发展.....	9
4、资金动态.....	10
5、投资观点：618 大促将至，关注强 $\alpha$ 国货美妆品牌.....	11
6、风险提示.....	11

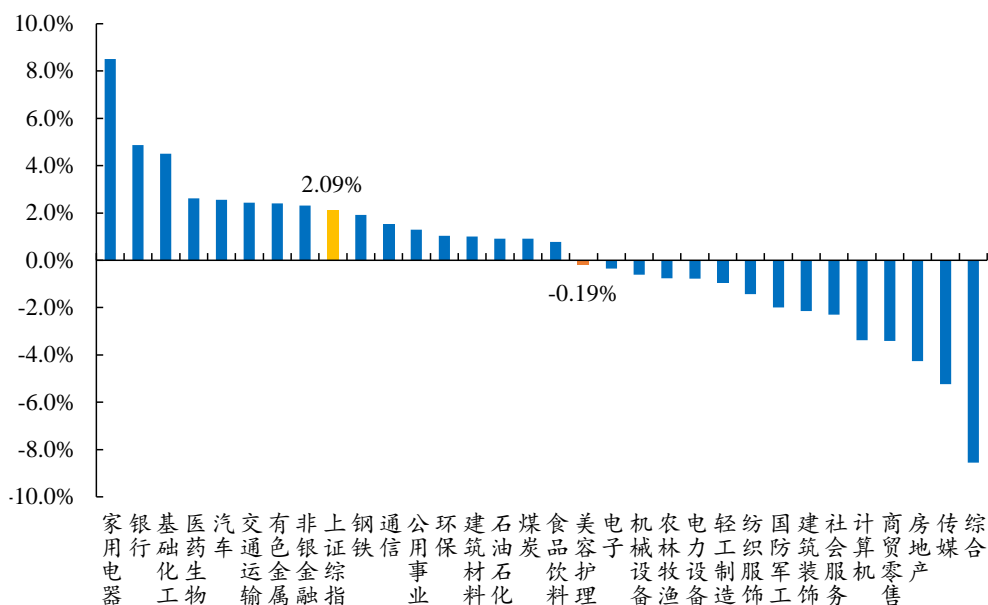
## 图表目录

图 1：本月美容护理指数表现位列第 18 位.....	3
图 2：2024 年 4 月美容护理指数下跌 0.19%.....	3
图 3：2024 年 1-4 月美容护理指数累计下跌 2.27%.....	3
图 4：4 月医美国际、四环医药、普门科技在医美板块涨幅居前.....	4
图 5：2024 年 1-4 月，美丽田园医疗健康、江苏吴中、爱美客在医美板块涨幅居前.....	4
图 6：4 月润本股份、上海家化、珀莱雅在化妆品板块涨幅靠前.....	5
图 7：2024 年 1-4 月，上美股份、巨子生物、科思股份在化妆品板块涨幅居前.....	5
图 8：索塔医疗旗下 Thermage 中文品牌“超玛吉”焕新上市.....	6
图 9：美丽田园 2024 年女神节实现权益金 5.4 亿元.....	6
图 10：集团旗下秀可儿、研源女神节期间亦有良好表现.....	6
图 11：4 月天猫美妆大盘同比下滑.....	7
图 12：4 月抖音美妆大盘持续增长.....	7
图 13：海外品牌 2024 年 4 月在天猫渠道表现有所分化，抖音渠道整体表现较好.....	7
图 14：上美股份、巨子生物、毛戈平等公司旗下品牌 2024 年 4 月实现亮眼增长.....	8
图 15：珀莱雅推出专研头皮微生态的洗护品牌“惊时”.....	9
图 16：惊时首发洗发水产品主打“控油蓬松”.....	9
图 17：福瑞达计划推出“即沐”布局洗护赛道.....	9
图 18：上美股份亦将洗护赛道作为未来战略重点之一.....	9
表 1：2024Q1 水羊股份、锦波生物得到较多基金重仓配置.....	10
表 2：4 月珀莱雅等陆股通持股比例较高，华熙生物陆股通持股比例环比提升幅度较大.....	10
表 3：重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物、爱美客、科笛-B 等.....	11

## 1、行情回顾

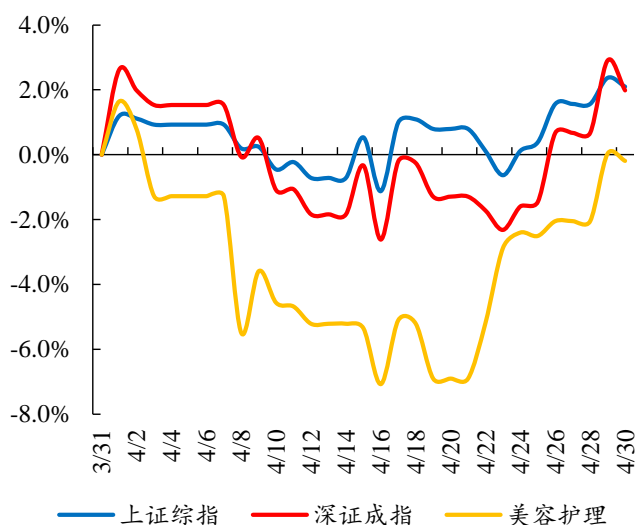
4月美容护理指数下跌0.19%，位列第18位。美容护理指数4月报收4851.57点，月跌幅为0.19%，在所有一级行业中位列第18位，表现弱于大盘（4月上证综指累计上涨2.09%）。此外，2024年1-4月，美容护理行业指数累计下跌2.27%，表现弱于大盘（2024年1-4月上证综指累计上涨4.37%）。

图1：本月美容护理指数表现位列第18位



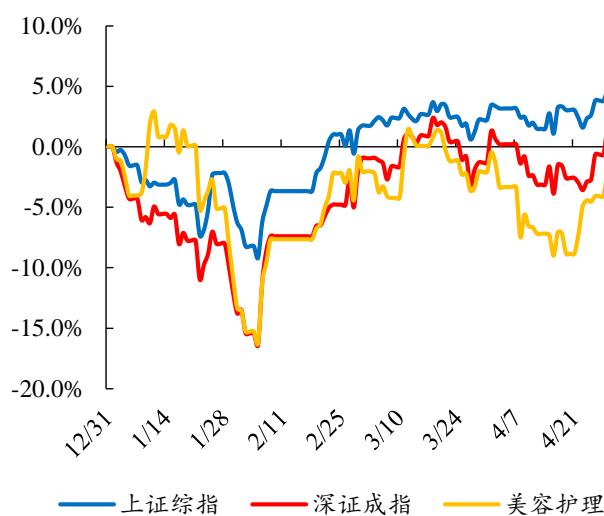
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年4月美容护理指数下跌0.19%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年1-4月美容护理指数累计下跌2.27%

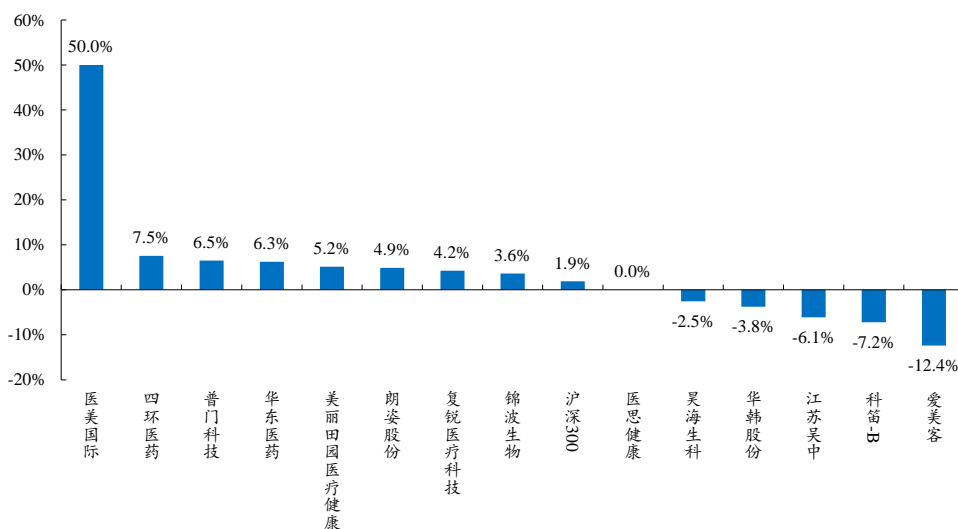


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月，医美国际、四环医药、普门科技在医美板块涨幅居前。我们选取的14家医美上市公司（含新三板挂牌公司）中4月共计8家上涨、5家下跌。其中，月涨幅靠前的为医美国际、四环医药、普门科技，月涨幅分别为50.0%、7.5%、6.5%；月跌幅靠前的为爱美客、科笛-B、江苏吴中。

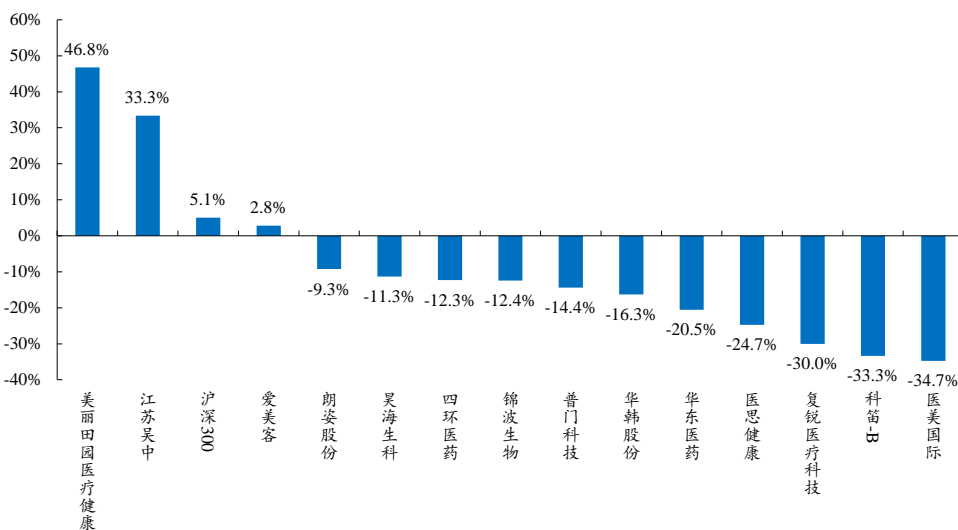
2024年1-4月，美丽田园医疗健康、江苏吴中、爱美客在医美板块涨幅居前。2024年1-4月，医美板块所选公司中共计3家上涨、11家下跌。其中，美丽田园医疗健康、江苏吴中、爱美客在医美板块中涨幅居前，累计涨幅分别为46.8%、33.3%、5.1%；2024年1-4月跌幅靠前的分别为医美国际、科笛-B、复锐医疗科技。

图4：4月医美国际、四环医药、普门科技在医美板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024年1-4月，美丽田园医疗健康、江苏吴中、爱美客在医美板块涨幅居前

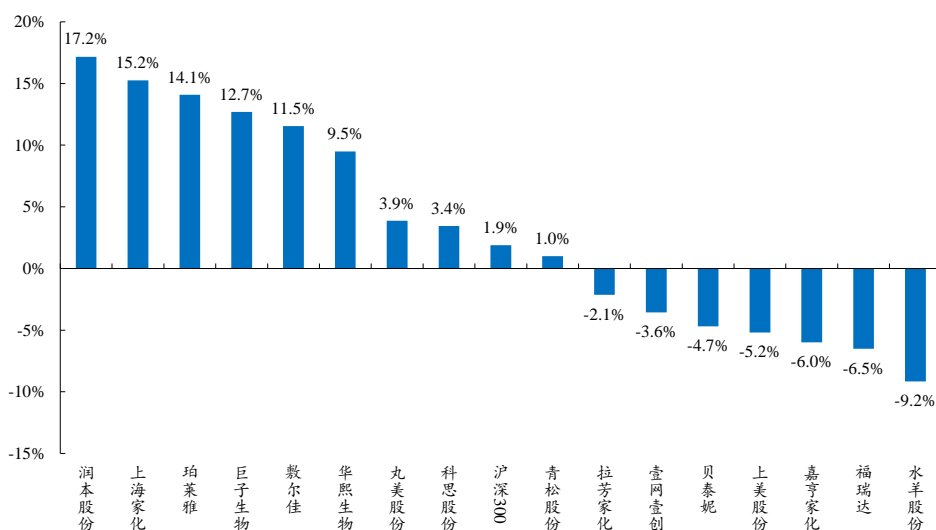


数据来源：Wind、开源证券研究所

4月，润本股份、上海家化、珀莱雅在化妆品板块涨幅靠前。在我们选取的16家化妆品上市公司中，4月共计9家上涨，7家下跌。其中，月涨幅靠前的为润本股份、上海家化、珀莱雅，月涨幅分别为17.2%、15.2%、14.1%；月跌幅靠前的分别为水羊股份、福瑞达、嘉亨家化。

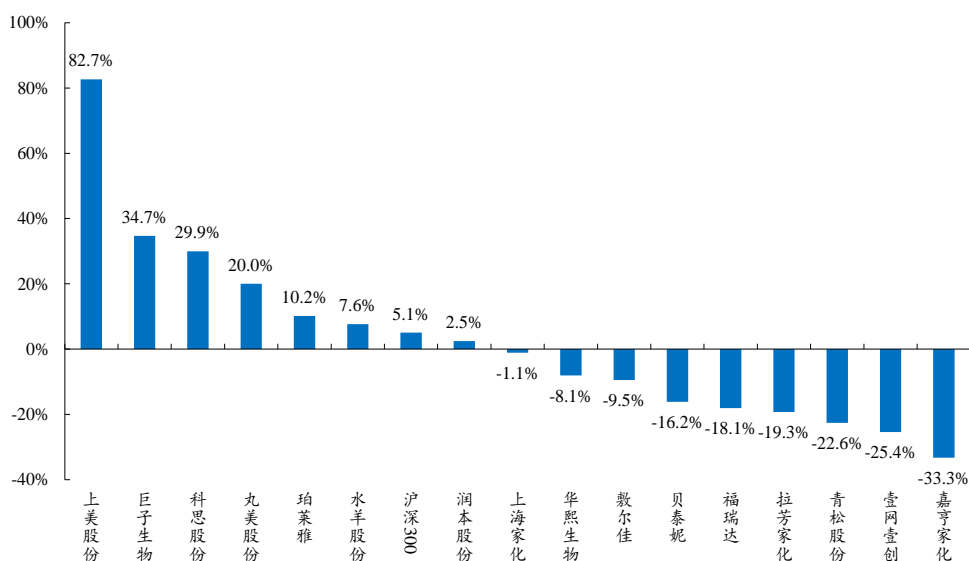
2024年1-4月，上美股份、巨子生物、科思股份在化妆品板块中涨幅居前。2024年1-4月，化妆品板块所选公司中共7家上涨，9家下跌。其中，上美股份、巨子生物、科思股份在化妆品板块中涨幅居前，累计涨幅分别为82.7%、34.7%、29.9%；2024年1-4月跌幅靠前的分别为嘉亨家化、壹网壹创、青松股份。

图6：4月润本股份、上海家化、珀莱雅在化妆品板块涨幅靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2024年1-4月，上美股份、巨子生物、科思股份在化妆品板块涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所



## 2、医美：“超玛吉”焕新上市，美丽田园女神节大促表现亮眼

**产品端：**索塔医疗旗下 Thermage 中文品牌“超玛吉”焕新上市。4月26日，索塔医疗举办“超凡启航，格外精致”发布会，正式披露了 Thermage 官方中文译名“超玛吉”，并正式发布超玛吉 FLX（俗称“热玛吉5代”）；超玛吉 FLX 是一种射频治疗仪，可用于减轻身体、面部及眼周的皱纹，已于 2024 年 1 月获批 III 类医疗器械注册证（国械注进 20243090033）。实际上超玛吉 FLX 并非“新品”，本次正式确立官方中文名“超玛吉”旨在加强 Thermage 在中国市场的合规推广，并提高正品识别度，以确保消费者能够明确区分正品与市场上的非正规产品。

图8：索塔医疗旗下 Thermage 中文品牌“超玛吉”焕新上市



资料来源：Thermage Beauty 官方公众号

**机构端：**美丽田园 2024 女神节表现亮眼。近日美丽田园发布 2024 年女神节大促战报，3月8日-4月28日女神节期间：(1) 美丽田园实现权益金 5.4 亿元（同增 13%）创下历年大促新记录；(2) 身体保健类项目走俏，整体净消费金额同比增长 55%；(3) 身体保健类新项目“法国 LPG”表现亮眼，实现权益金达 5810 万元，上市仅两个月就完成 2024 年全年权益金目标的 58%；(4) 此外，公司双美业务融合、亚健康医疗业务亦有所突破，秀可儿医美“光耀金颜卡”销售额破千万元，研源医疗的女性特护中心净消费同增 300%、新客数量同增 300%。

图9：美丽田园 2024 年女神节实现权益金 5.4 亿元



资料来源：美丽田园投资者关系公众号

图10：集团旗下秀可儿、研源女神节期间亦有良好表现



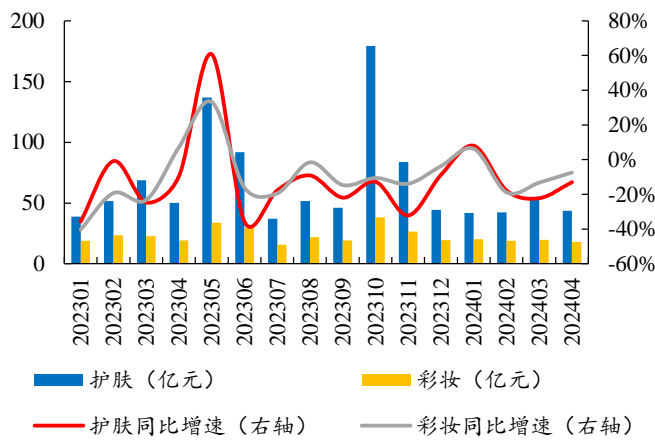
资料来源：美丽田园投资者关系公众号

## 3、化妆品：国货品牌纷纷入局洗护，关注洗护市场未来发展

### 3.1、行业大盘：美妆大盘持续增长，天猫略有下滑、抖音依旧强势

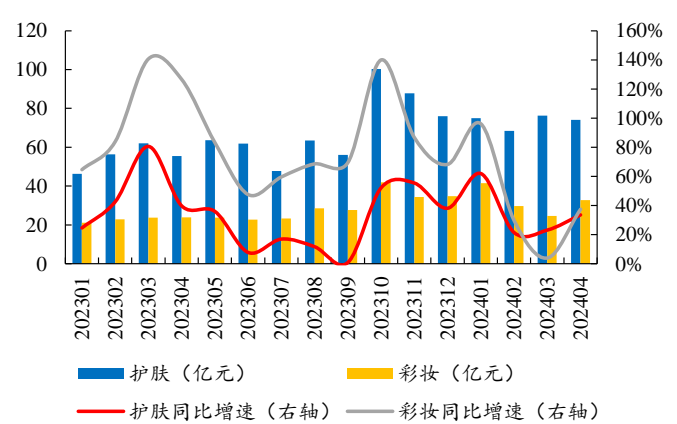
2024年4月，美妆线上大盘整体稳健，其中天猫略有下滑、抖音延续增长态势。我们使用久谦咨询天猫、抖音渠道电商数据进行统计分析（下同）。整体看，2024年4月美妆线上大盘（天猫+抖音口径）护肤/彩妆销售额分别为117.76亿元（+11.5%）/50.69亿元（+17.4%）。分渠道看，（1）**天猫渠道**：2024年4月护肤/彩妆销售额分别为43.60亿元（-13.0%）/17.84亿元（-7.4%），同比略有下滑。（2）**抖音渠道**：2024年4月护肤/彩妆销售额分别为74.16亿元（+33.6%）/32.85亿元（+37.4%），较高基数压力下环比与同比均略有增长。

图11：4月天猫美妆大盘同比下滑



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

图12：4月抖音美妆大盘持续增长



数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

### 3.2、品牌表现：上美股份、巨子生物等国货公司增长亮眼

4月海外品牌在抖音增速较快，后、赫莲娜、兰蔻等品牌在抖音表现亮眼。

**欧莱雅**：欧莱雅/兰蔻/赫莲娜/科颜氏/修丽可/理肤泉4月天猫+抖音销售额同比分别+7%/+28%/+11%/+15%/+3%/+15%。

**雅诗兰黛**：雅诗兰黛/海蓝之谜4月天猫+抖音销售额同比分别-1%/-10%。

图13：海外品牌2024年4月在天猫渠道表现有所分化，抖音渠道整体表现较好

		国际品牌分渠道销售数据											
		天猫				抖音				天猫+抖音			
		2024年4月		2024年1-4月		2024年4月		2024年1-4月		2024年4月		2024年1-4月	
品牌	子品牌	销售额	yoy	累计销售额	累计yoy	销售额	yoy	累计销售额	累计yoy	销售额	yoy	累计销售额	累计yoy
欧莱雅	欧莱雅	36,143	45%	117,374	8%	20,067	-28%	85,868	21%	56,210	7%	203,242	13%
	兰蔻	11,217	15%	59,090	-13%	9,222	47%	55,986	46%	20,439	28%	115,076	8%
	赫莲娜	3,974	-33%	22,270	-13%	7,947	66%	38,692	29%	11,921	11%	60,961	10%
	科颜氏	7,024	18%	27,681	-1%	1,730	6%	11,773	14%	8,754	15%	39,455	3%
	修丽可	4,831	1%	25,134	-12%	1,341	11%	11,800	103%	6,172	3%	36,934	7%
	理肤泉	5,348	22%	21,293	14%	1,363	-5%	9,366	40%	6,711	15%	30,659	21%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	7,314	-15%	50,998	-7%	9,444	13%	65,192	61%	16,757	-1%	116,190	22%
	海蓝之谜	4,384	-20%	29,287	7%	6,766	-1%	37,341	26%	11,150	-10%	66,628	17%
宝洁	玉兰油	9,438	-24%	44,843	-18%	5,557	0%	28,613	30%	14,995	-17%	73,456	-4%
	SK II	6,679	-20%	28,969	-30%	3,574	-17%	20,462	-34%	10,254	-19%	49,432	-32%
资生堂	资生堂	7,335	9%	25,333	-3%	1,890	-23%	10,007	3%	9,225	0%	35,341	-1%
爱茉莉太平洋	雪花秀	1,686	-30%	7,098	-33%	633	-56%	12,965	112%	2,319	-39%	20,063	20%
LG生活健康	后	2,446	15%	14,204	6%	21,141	844%	71,869	246%	23,587	443%	86,073	152%

数据来源：久谦咨询、开源证券研究所

**珀莱雅:** 珀莱雅/彩棠 4 月天猫+抖音销售额同比分别-9%/-19%，合计同比-11%，略有下滑。

**贝泰妮:** 薇诺娜 4 月天猫+抖音销售额同比+11%，在天猫与抖音渠道均实现双位数增长。

**华熙生物:** 润百颜/夸迪/米蓓尔/BM 肌活 4 月天猫+抖音销售额同比分别-43%/-57%/-23%/-55%，合计同比-47%，依旧承压。

**巨子生物:** 可复美/可丽金 4 月天猫+抖音销售额同比分别+53%/+90%，合计同比+56%，在天猫和抖音均实现正增长，其中可丽金在抖音渠道实现亮眼增长。

**上美股份:** 韩束/一叶子 4 月天猫+抖音销售额同比分别+68%/-31%，合计同比+64%；韩束在抖音依旧维持高增，带动天猫渠道实现亮眼增长。

**丸美股份:** 丸美/恋火 4 月天猫+抖音销售额同比分别+21%/-10%，合计同比+10%，两大品牌整体表现稳健，在天猫实现正增长表现优于抖音渠道。

**水羊股份:** 御泥坊/伊菲丹 4 月天猫+抖音销售额同比分别-58%/+89%，合计-2%。

**福瑞达:** 瑷尔博士/颐莲 4 月天猫+抖音销售额同比分别+13%/-21%，合计同比-4%。

**上海家化:** 玉泽/佰草集 4 月天猫+抖音销售额同比分别-22%/+0%，合计-15%。

**润本股份:** 润本 4 月天猫+抖音销售额同比+38%，其中抖音增速较快。

图14: 上美股份、巨子生物、毛戈平等公司旗下品牌 2024 年 4 月实现亮眼增长

国货品牌分渠道销售数据													
		天猫				抖音				天猫+抖音			
		2024年4月		2024年1-4月		2024年4月		2024年1-4月		2024年4月		2024年1-4月	
		销售额	yoy	累计销售额	累计yoy	销售额	yoy	累计销售额	累计yoy	销售额	yoy	累计销售额	累计yoy
贝泰妮	薇诺娜	10,840	10%	36,663	6%	4,724	14%	22,599	39%	15,564	11%	59,262	7%
珀莱雅	珀莱雅	16,317	2%	85,594	30%	10,294	22%	73,673	25%	26,611	-9%	159,268	28%
	彩棠	3,035	-10%	16,924	22%	2,241	-30%	21,045	77%	5,275	-19%	37,969	47%
	合计	19,351	0%	102,519	29%	12,535	24%	94,718	34%	31,886	-11%	197,237	31%
华熙生物	润百颜	1,845	-37%	8,785	-21%	791	-53%	6,619	-26%	2,636	-43%	15,404	-24%
	夸迪	928	-22%	5,396	-31%	393	-79%	7,951	-22%	1,320	-57%	13,347	-26%
	米蓓尔	395	-43%	1,666	-52%	816	-8%	5,059	65%	1,211	-23%	6,725	3%
	BM肌活	703	-29%	2,620	-44%	1,089	-64%	3,644	-70%	1,792	-55%	6,265	-62%
合计	3,870	-33%	18,468	-32%	3,089	-58%	23,273	-32%	6,959	-47%	41,741	-32%	
巨子生物	可复美	8,425	39%	28,059	13%	6,477	75%	32,786	133%	14,902	53%	60,845	56%
	可丽金	606	11%	2,289	-27%	972	245%	4,583	284%	1,578	90%	6,872	58%
	合计	9,030	37%	30,348	8%	7,449	87%	37,368	144%	16,479	56%	67,717	57%
上海家化	玉泽	1,876	5%	7,834	2%	728	47%	4,148	24%	2,604	-22%	11,982	6%
	佰草集	1,319	10%	4,558	5%	346	27%	1,321	7%	1,665	0%	5,878	13%
	合计	3,195	4%	12,391	3%	1,073	42%	5,469	20%	4,268	-15%	17,860	8%
上美股份	韩束	3,208	54%	16,315	121%	27,211	69%	207,918	347%	30,419	68%	224,233	316%
	一叶子	229	-60%	963	-67%	297	-57%	1,208	-28%	526	-31%	2,172	-52%
	合计	3,436	29%	17,278	68%	27,509	69%	209,127	334%	30,945	64%	226,405	287%
丸美股份	丸美	3,503	5%	13,436	26%	5,602	14%	27,273	46%	9,105	21%	40,710	39%
	恋火	1,319	2%	5,730	10%	2,565	15%	18,796	70%	3,883	-10%	24,526	51%
	合计	4,822	4%	19,167	21%	8,167	3%	46,069	55%	12,989	10%	65,236	43%
水羊股份	御泥坊	499	-57%	2,030	-52%	371	-59%	1,916	-62%	870	-58%	3,946	-57%
	伊菲丹	788	21%	3,064	56%	1,610	63%	14,969	80%	2,398	89%	18,033	75%
	合计	1,287	-29%	5,094	-18%	1,981	-30%	16,885	27%	3,268	-2%	21,979	13%
福瑞达	瑷尔博士	2,390	8%	10,127	6%	2,934	10%	17,160	60%	5,324	13%	27,287	35%
	颐莲	2,291	2%	8,766	9%	1,472	46%	8,834	3%	3,763	-21%	17,601	10%
	合计	4,680	5%	18,893	12%	4,406	18%	25,994	35%	9,086	-4%	44,888	24%
毛戈平	毛戈平	3,431	109%	16,111	84%	8,124	86%	37,572	181%	11,555	92%	53,683	142%
润本	润本	7,835	16%	13,224	2%	4,618	103%	10,157	99%	12,453	38%	23,381	26%

数据来源: 久谦咨询、开源证券研究所



### 3.3、国货品牌纷纷入局洗护，关注洗护市场未来发展

珀莱雅推出洗护品牌“惊时”，定位“专研头皮微生态”。4月22日，珀莱雅上海头部护理研发中心探访活动上，洗护品牌“惊时 AWAKEN SEEDS”亮相。惊时天猫旗舰店显示，该品牌定位“专研头皮微生态的功效洗护品牌”，截至5月15日，已推出“惊时控油蓬松洗发水”一款产品，主打“长效控油、发根蓬松”等卖点，首发价119元（400ml）。

图15：珀莱雅推出专研头皮微生态的洗护品牌“惊时”



资料来源：惊时天猫旗舰店

图16：惊时首发洗发水产品主打“控油蓬松”



资料来源：惊时天猫旗舰店

福瑞达计划推出专研头皮微生态的新品牌“即沐”布局洗护赛道。4月23日-24日，2024北方美谷首届洗护产业创新发展论坛在山东青岛举行，会上福瑞达副总经理白天明透露，公司将推出专研头皮微生态科学洗护品牌“即沐”，该品牌致力于为头皮屏障受损提供头发修护和头皮问题的微生态解决方案。

上美股份亦将洗护赛道作为未来战略重点之一。上美股份官方公众号资料显示，“2+2+2 战略”是支撑上美股份未来可持续发展的重要战略之一，其内涵为打造 2 大护肤百亿超级品牌、2 大母婴强势品牌，以及 2 大洗护超级品牌。目前公司主要通过定位大众的韩束洗护、一叶子洗护，以及定位中高端的极方、2032（参股品牌）布局洗护赛道。

图17：福瑞达计划推出“即沐”布局洗护赛道



资料来源：波波美妆圈视频号

图18：上美股份亦将洗护赛道作为未来战略重点之一

	skin care 护肤	maternity and childcare 母婴护理	toiletries 洗护
luxury 高端	TAZU		
mid-to-high 中高档	安敏优 AMITO	NEW DAWE 一贝	2032 极方
mass 大众	KANS 韩束 ONE LEAF 一叶子	Baby Elephant 红色小象	韩束洗护 一叶子洗护

资料来源：上美股份 CHICMAX 公众号

洗护市场空间广阔，消费者重视功效推动行业迈向高端化，国货品牌有望弯道超车。用户说数据显示，2023年我国洗护发线上市场规模已接近300亿元（同增11%），整体空间广阔；此外，近年来随着消费者头皮养护意识增强，“护肤式”护发渐成趋势，进一步推动洗护市场迈向高端化。在此背景下，我们认为较早入局功效洗护的国货品牌或将受益，在更精细、更本土化的运营下有望取得成功，实现对宝洁、联合利华等传统国际洗护大牌的弯道超车。

## 4、资金动态

**2024Q1 美容护理行业持仓环比增配。**我们根据申万一级行业分类将各基金重仓标的持股市值占基金股票投资市值比求和，计算得 2024Q1 美容护理行业基金重仓占比为 0.18%（环比 2023Q4+0.04pct，下同），在 31 个申万一级行业中排名第 27 位。分个股看：（1）爱美客基金重仓持股总数量为 1465 万股（-0%）、总市值为 50.6 亿元（+17%）、持股占流通股比例为 9.8%（-0.0pct）；（2）珀莱雅基金重仓持股总数量为 617 万股（-44%）、总市值为 5.9 亿元（-46%）、持股占流通股比例为 1.6%（-1.2pct）。

**表1：2024Q1 水羊股份、锦波生物得到较多基金重仓配置**

板块	公司	基金重仓持股数量（万股）			基金重仓市值（亿元）			基金重仓持股占流通股比例		
		2023Q4	2024Q1	环比	2023Q4	2024Q1	环比	2023Q4	2024Q1	环比
医美	爱美客	1471	1465	0%	43.3	50.6	17%	9.9%	9.8%	0.0%
	锦波生物	69	171	148%	1.8	3.8	110%	2.9%	7.2%	4.3%
	朗姿股份	514	180	-65%	1.0	0.3	-70%	2.0%	0.7%	-1.3%
化妆品	珀莱雅	1103	617	-44%	11.0	5.9	-46%	2.8%	1.6%	-1.2%
	贝泰妮	259	376	45%	1.8	2.3	28%	1.2%	0.9%	-0.3%
	华熙生物	41	17	-59%	0.3	0.1	-66%	0.2%	0.1%	-0.1%
	上海家化	334	16	-95%	0.7	0.0	-96%	0.5%	0.0%	-0.5%
	水羊股份	869	2736	215%	1.4	5.4	273%	2.4%	7.7%	5.2%
	丸美股份	12	16	36%	0.0	0.0	57%	0.0%	0.0%	0.0%
	福瑞达	635	610	-4%	0.6	0.5	-16%	0.6%	0.6%	0.0%
	科思股份	1087	1162	7%	6.8	9.1	34%	6.7%	7.1%	0.5%
	敷尔佳	0	-	-	0.0	-	-	0.0%	-	-
	润本股份	-	138	-	-	0.2	-	-	2.3%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

4 月陆股通持股比例看，珀莱雅维持较高水平，华熙生物环比提升幅度较大。截至 2024 年 4 月底，样本标的中珀莱雅（占比 38.3%，环比+0.8pct）沪（深）股通持股数量占自由流通股比例较高，华熙生物（占比 5.6%，环比+1.4pct）则提升幅度较大。

**表2：4 月珀莱雅等陆股通持股比例较高，华熙生物陆股通持股比例环比提升幅度较大**

公司	沪（深）股通持股数量（万股）					沪（深）股通持股数量占自由流通股比例				
	202401	202402	202403	202404	环比	202401	202402	202403	202404	环比
爱美客	508	543	507	777	53%	5.3%	5.7%	5.3%	5.9%	0.5%
朗姿股份	473	689	822	773	-6%	2.4%	3.6%	4.3%	4.0%	-0.2%
珀莱雅	7528	8357	7444	7602	2%	37.9%	42.1%	37.5%	38.3%	0.8%
贝泰妮	1249	1277	1389	1323	-5%	9.8%	10.0%	10.9%	10.3%	-0.5%
华熙生物	636	672	698	923	32%	3.9%	4.1%	4.3%	5.6%	1.4%
上海家化	648	831	570	661	16%	2.0%	2.6%	1.8%	2.0%	0.3%
水羊股份	90	222	97	255	163%	0.4%	1.1%	0.5%	1.2%	0.8%
丸美股份	141	137	167	238	42%	1.8%	1.8%	2.2%	3.1%	0.9%
福瑞达	536	537	680	572	-16%	1.2%	1.2%	1.5%	1.2%	-0.2%
科思股份	62	104	173	180	4%	1.1%	1.8%	3.0%	3.1%	0.1%
敷尔佳	29	81	41	25	-38%	0.8%	2.0%	1.0%	0.6%	-0.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、投资观点：618 大促将至，关注强 α 国货美妆品牌

**医美：**关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。差异化上游厂商抢占市场能力更强，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类等差异化品类厂商，以及市占率&盈利能力有望同步提升的机构端龙头。重点推荐爱美客（看好差异化单品表现，未来平台化有望实现长期增长）、科笛-B（管线推进叠加外延拓展有望打开成长空间）、朗姿股份，受益标的锦波生物、江苏吴中等。

**化妆品：**关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。行业温和复苏，机会与挑战并存，需重视渠道、成分、品类等结构性红利。美妆公司综合竞争力建设迫在眉睫，把握细分结构性机会且具备强产品力、运营力、营销力、品牌力的公司，有望在变化中抢占市场。重点推荐润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长）、珀莱雅（增长持续超预期，产品+品牌+渠道全面发力）、巨子生物（妆品业务持续放量，医美管线落地有望打开新空间），及后续有望持续修复的福瑞达、水羊股份、贝泰妮、华熙生物，受益标的上美股份、丸美股份等。

**展望 5 月，化妆品板块或受益 618 大促催化，强 α 国货品牌有望迎来较好表现。**5 月下旬起，各大电商平台将陆续开启 618 大促（天猫 5 月 20 日、抖音 5 月 24 日、京东 5 月 31 日）。我们认为，618 是化妆品品牌方关键销售节点，销售情况直接反映品牌势能；此外 2024 年天猫、京东等平台取消预售机制，对品牌方运营能力更是提出较大考验；因此综合实力强的国货美妆品牌有望在 618 录得更好销售业绩，二级市场表现亦有望得到催化。

**表3：重点推荐润本股份、珀莱雅、巨子生物、爱美客、科笛-B 等**

证券代码	股票简称	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300896.SZ	爱美客	买入	218.68	661	8.08	10.38	13.06	27	21	17
2487.HK	科笛-B	买入	6.68	20	-1.63	-1.12	-0.56	-	-	-
002612.SZ	朗姿股份	买入	17.46	77	0.71	0.88	1.05	24	20	17
603605.SH	珀莱雅	买入	109.54	435	3.82	4.76	5.75	29	23	19
300957.SZ	贝泰妮	买入	58.29	247	2.36	2.99	3.71	25	20	16
300740.SZ	水羊股份	买入	18.48	72	1.03	1.24	1.46	18	15	13
603193.SH	润本股份	买入	20.35	82	0.72	0.89	1.09	28	23	19
688363.SH	华熙生物	买入	63.39	305	1.77	2.24	2.82	36	28	23
600223.SH	福瑞达	买入	8.68	88	0.37	0.47	0.58	23	19	15
2367.HK	巨子生物	买入	45.32	451	1.80	2.20	2.70	25	21	17

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024/05/17，港股收盘价、市值换算取 1 元=1.1 港元）

## 6、风险提示

- 消费复苏不及预期：**社会消费与宏观经济密切相关，若经济增长放缓，消费者购买力、信心下滑，消费需求受到抑制，则零售终端销售也将承压；
- 竞争加剧：**若行业竞争加剧，销售费用投入、价格战等可能影响公司盈利；
- 政策风险：**反垄断等政策出台，监管趋严影响企业部分经营活动等。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn