

**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2024年9月7日  
行业：美容护理  
增持（维持）

# 美妆分化加剧，医美新品催化

——24H1美护业绩总结

分析师：梁瑞 SAC编号：S0870523110001

# 主要观点

## ◆ 化妆品：分化加剧，关注渠道/产品/组织优化

- 营收端，2024H1化妆品合计营收272.92亿元，同比+17.33%；Q2单季度营收114.87亿元，同比+5.58%。利润端，2024H1化妆品合计归母净利润为40.80亿元，同比+20.71%；Q2单季度为13.19亿元，同比-3.99%。
- 盈利能力：毛利率，2024H1化妆品总体毛利率为69.99%，持续提升，我们认为主要是产品结构改变。费用率，管理费用率有所优化，研发费用率平稳变动；销售费用率持续提升。净利率总体归母净利率有所提升。

## ◆ 医美：总体增速放缓，关注新材料新产品驱动

- 营收端，2024H1合计实现营收87.02亿元，同比+15.36%；Q2单季度实现营收37.77亿元，同比+11.68%。利润端，2024H1合计实现归母净利润19.57亿元，同比+26.16%；Q2单季度实现归母净利润10.28亿元，同比+26.78%。
- 盈利能力：毛利率持续改善趋势，2024H1医美总体毛利率为64.50%，Q2单季度为70.83%。费用率，管理费用率和研发费用率保持稳定，销售费用率优化，我们认为主要是由于投放效率提升。净利率持续提升，2024H1医美归母净利率22.49%，Q2单季度为27.23%。

## ◆ 投资建议

- 美妆个股分化加剧，龙头珀莱雅、巨子生物延续高增；性价比趋势下，上美和润本表现亮眼。医美龙头爱美客高基数下稳健增长；新品表现亮眼，锦波胶原蛋白持续放量，江苏吴中艾塑菲表现亮眼。建议关注性价比消费趋势，润本股份、上美股份等；关注具有强α的美护龙头标的，珀莱雅、巨子生物、爱美客等；关注医美新品催化，锦波生物、江苏吴中、昊海生科等；关注估值底部，有望边际改善标的，贝泰妮、丸美股份、福瑞达、水羊股份、上海家化、华熙生物等。

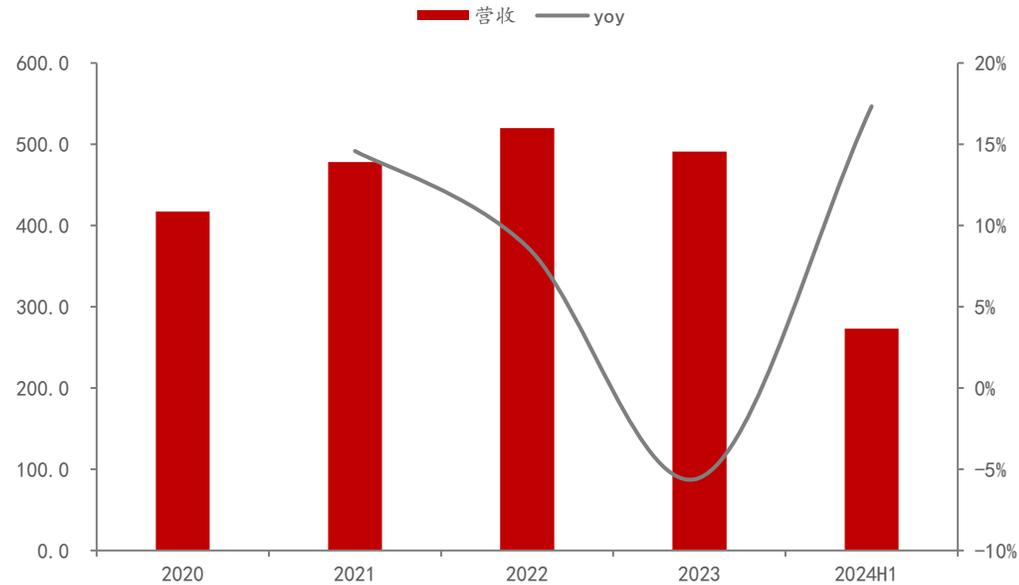


风险提示：消费市场复苏不及预期；新品推出不及预期；行业竞争加剧；第三方数据统计口径差异风险等

## 1.1 美妆：总体保持稳健增长，关注双11表现

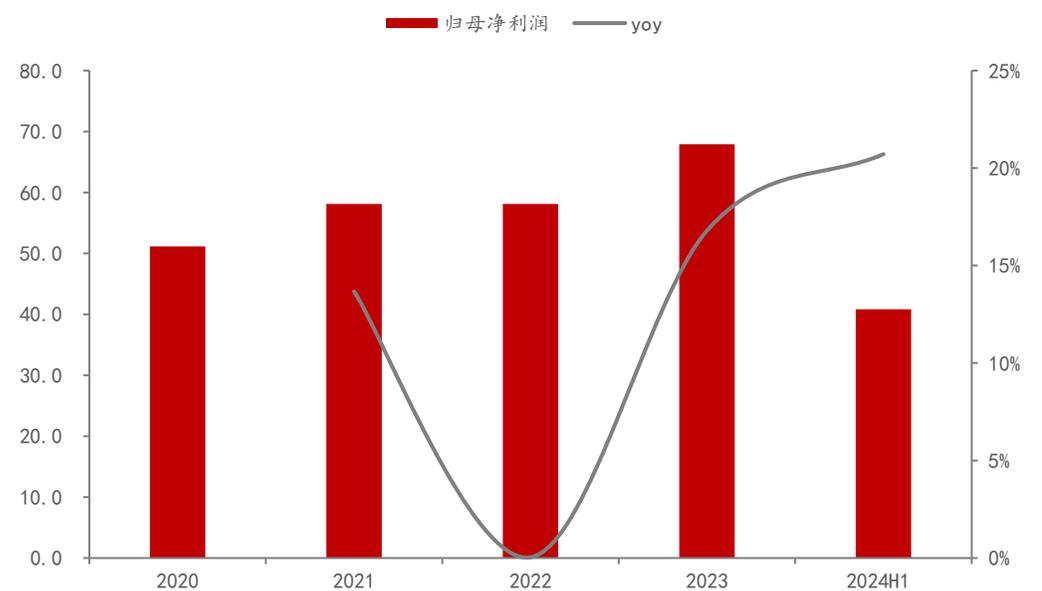
- ◆ 我们选取珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、水羊股份、丸美股份、福瑞达、上海家化、润本股份、敷尔佳、巨子生物、上美股份合计数据来进行化妆品的总体分析，其中Q2单季度分析不含港股。
- ◆ 营收端，2024H1化妆品合计营收272.92亿元，同比+17.33%；Q2单季度营收114.87亿元，同比+5.58%。
- ◆ 利润端，2024H1化妆品合计归母净利润为40.80亿元，同比+20.71%；Q2单季度为13.19亿元，同比-3.99%。

图：美妆营收及增速（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图：美妆归母净利润及增速（亿元）



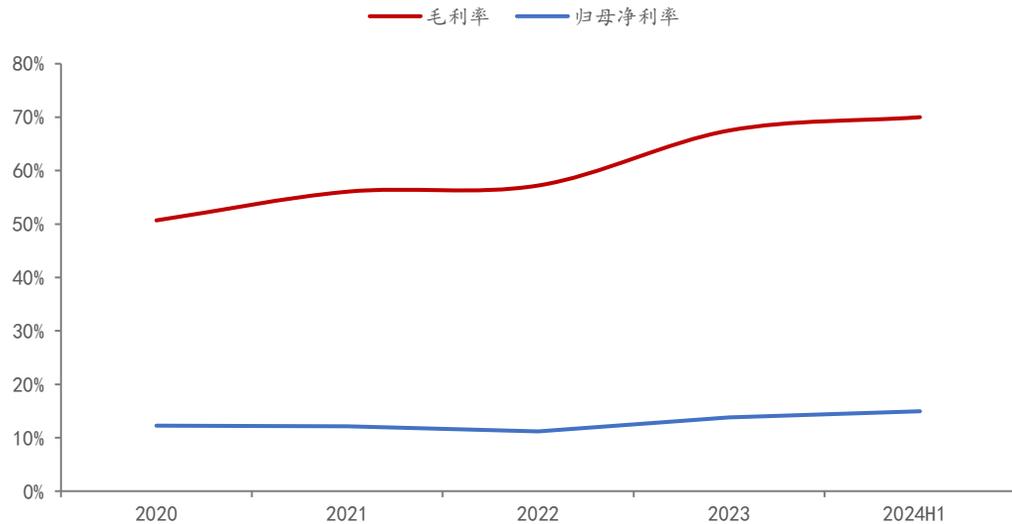
资料来源：Wind，上海证券研究所



## 1.2 美妆：产品结构优化，营销投放持续增长

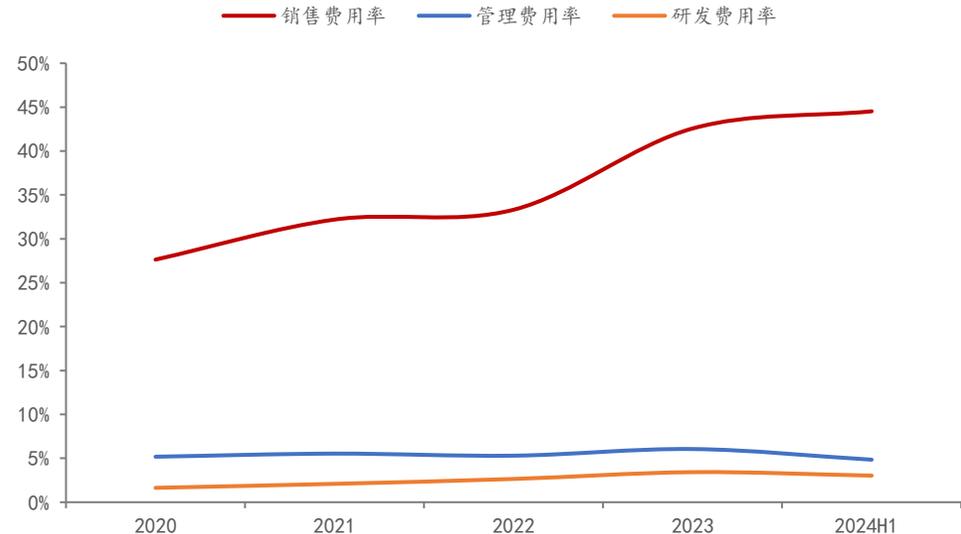
- ◆ **毛利率**：2024H1化妆品总体毛利率为69.99%，持续提升，我们认为主要是产品结构改变。
- ◆ **费用率**：管理费用率有所优化，研发费用率平稳变动；销售费用率持续提升。
- ◆ **净利率**：总体归母净利率有所提升。

图：美妆毛利率和归母净利率



资料来源：wind，上海证券研究所

图：美妆费用率



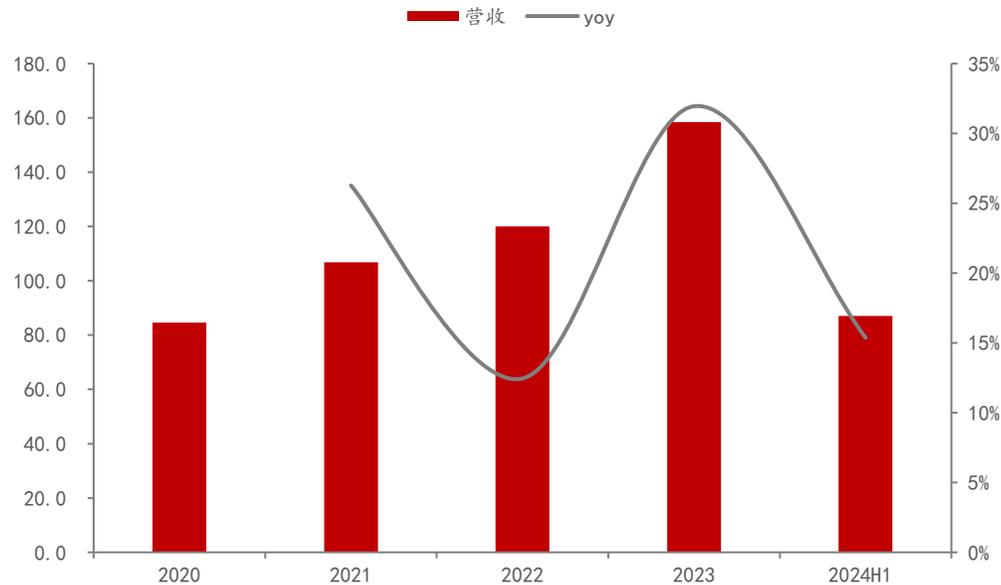
资料来源：wind，上海证券研究所



## 2.1 医美：总体增速有所放缓，关注新产品新材料放量

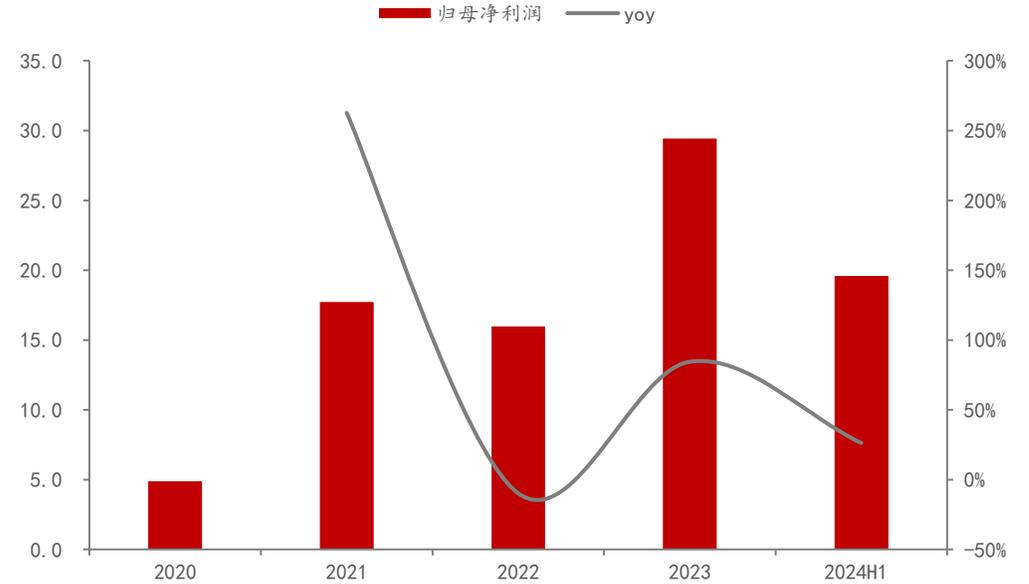
- ◆ 我们选取爱美客、锦波生物、江苏吴中、昊海生科、朗姿股份、美丽田园几家医美相关企业合计数据进行医美总体分析，其中Q2单季度分析不含港股。
- ◆ 营收端：2024H1合计实现营收87.02亿元，同比+15.36%；Q2单季度实现营收37.77亿元，同比+11.68%。
- ◆ 利润端：2024H1合计实现归母净利润19.57亿元，同比+26.16%；Q2单季度实现归母净利润10.28亿元，同比+26.78%。

图：医美营收及增速（亿元）



资料来源：Wind, 上海证券研究所

图：医美归母净利润及增速（亿元）



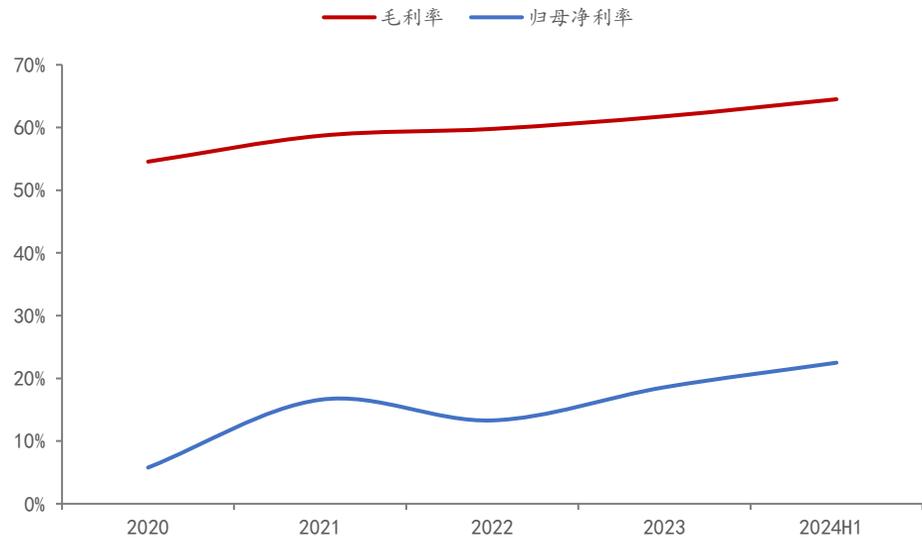
资料来源：Wind, 上海证券研究所



## 2.2 医美：销售端效率改善，总体盈利能力提升

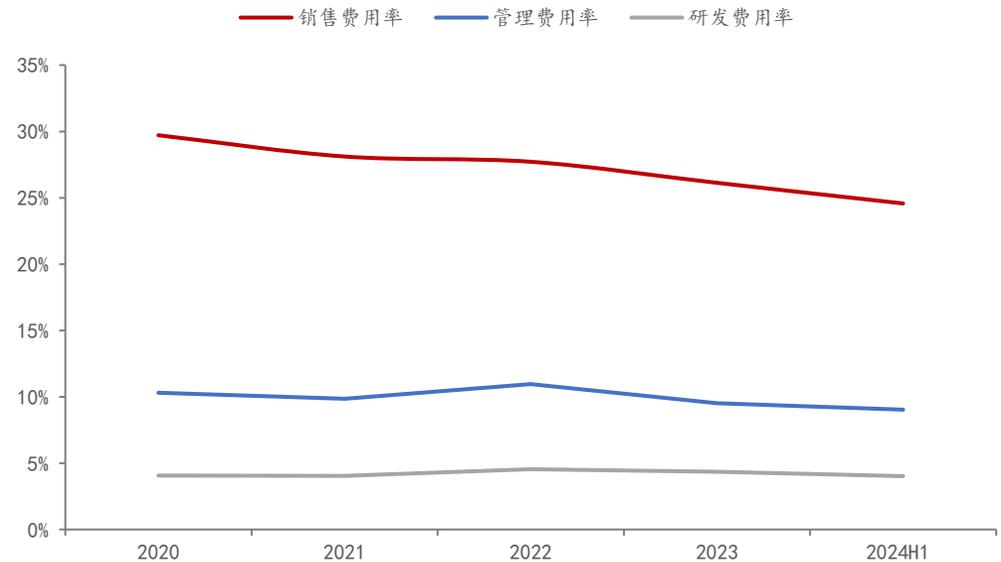
- ◆ **毛利率**：持续改善趋势，2024H1医美总体毛利率为64.50%，Q2单季度为70.83%。
- ◆ **费用率**：管理费用率和研发费用率保持稳定，销售费用率优化，我们认为主要是由于投放效率提升。
- ◆ **净利率**：持续提升，2024H1医美归母净利率22.49%，Q2单季度为27.23%。

图：医美毛利率和归母净利率



资料来源：wind，上海证券研究所

图：医美费用率



资料来源：wind，上海证券研究所



### 3.1 个股业绩：龙头稳固，关注性价比

表：美护主要标的24H1业绩一览

			2024H1				2024Q2			
			营收(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy	营收(亿元)	yoy	归母净利润(亿元)	yoy
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	28.05	18.45%	4.84	7.50%	17.08	13.51%	3.07	5.20%
	603605.SH	珀莱雅	50.01	37.90%	7.02	40.48%	28.20	40.59%	3.99	36.84%
	301371.SZ	敷尔佳	9.40	8.17%	3.40	-3.71%	5.31	7.06%	1.89	-2.83%
	600223.SH	福瑞达	19.25	-22.15%	1.27	-33.18%	10.35	-13.85%	0.68	11.66%
	688363.SH	华熙生物	28.11	-8.61%	3.42	-19.51%	14.50	-18.09%	0.98	-56.10%
	603193.SH	润本股份	7.44	28.47%	1.80	50.69%	5.77	35.00%	1.45	46.99%
	600315.SH	上海家化	33.21	-8.51%	2.38	-20.93%	14.15	-14.21%	-0.18	-125.80%
	300740.SZ	水羊股份	22.93	0.14%	1.06	-25.74%	12.61	1.41%	0.66	-27.17%
	603983.SH	丸美股份	13.52	27.65%	1.77	35.09%	6.91	18.58%	0.66	26.71%
	2367.HK	巨子生物	25.58	56.37%	9.83	47.41%				
2145.HK	上美股份	35.42	114.13%	4.01	297.36%					
医美	300896.SZ	爱美客	16.57	13.53%	11.21	16.35%	8.49	2.35%	5.93	8.03%
	600200.SH	江苏吴中	12.07	9.62%	0.24	-10.75%	5.03	2.92%	0.19	2679%
	832982.BJ	锦波生物	6.03	90.59%	3.10	182.88%	3.77	100.45%	2.08	213.41%
	002612.SZ	朗姿股份	26.89	6.21%	1.52	1.14%	12.89	1.07%	0.70	-12.03%
	688366.SH	昊海生科	14.04	6.97%	2.35	14.64%	7.58	8.10%	1.38	11.03%
2373.HK	美丽田园医疗健康	11.42	9.76%	1.15	3.21%					

资料来源：wind，上海证券研究所



## 3.2 个股估值：估值低位，把握布局机会

表：美护主要标的盈利预测及估值（wind一致预期）

		收盘价 (元)	市值(亿 元)	年初至今涨跌 幅	2024E		2025E		2026E		2024-2026 年CAGR (%)	PE (X)			PEG (X)
					归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy	归母净利润 (亿元)	yoy		2024E	2025E	2026E	
300957.SZ	贝泰妮	41.20	175	-39%	10	34%	12	22%	15	18%	28	17	14	12	0.6
603605.SH	珀莱雅	89.72	356	-9%	16	30%	19	24%	23	21%	27	23	18	15	0.8
301371.SZ	敷尔佳	28.46	114	-23%	8	8%	9	10%	10	12%	9	14	13	11	1.5
600223.SH	福瑞达	6.10	62	-36%	3	13%	4	24%	5	21%	19	18	15	12	1.0
688363.SH	华熙生物	48.72	235	-27%	7	27%	9	25%	11	21%	26	31	25	21	1.2
603193.SH	润本股份	17.59	71	-2%	3	38%	4	24%	5	24%	31	23	18	15	0.7
600315.SH	上海家化	14.49	98	-31%	5	5%	6	16%	7	15%	11	19	16	14	1.8
300740.SZ	水羊股份	10.28	40	-38%	3	5%	4	22%	4	18%	13	13	11	9	1.0
603983.SH	丸美股份	21.95	88	-12%	4	43%	5	27%	6	22%	34	24	19	15	0.7
300896.SZ	爱美容	136.77	414	-35%	24	28%	30	28%	38	24%	28	17	14	11	0.6
000963.SZ	华东医药	28.72	504	-29%	34	18%	39	16%	44	14%	17	15	13	11	0.9
600200.SH	江苏吴中	8.28	59	1%	1	274%	2	94%	4	51%	71	47	24	16	0.7
832982.BJ	锦波生物	171.09	151	-14%	6	98%	8	38%	11	29%	65	25	19	14	0.4
002612.SZ	朗姿股份	12.85	57	-31%	3	39%	4	20%	4	18%	29	18	15	13	0.6
688366.SH	昊海生科	59.46	127	-23%	5	24%	6	23%	8	21%	23	27	22	18	1.2

资料来源：wind，上海证券研究所

备注：以20240906收盘价计算



## 维持美容护理“增持”评级。

- ◆ 投资主线一：关注性价比消费趋势，润本股份、上美股份等。
- ◆ 投资主线二：关注具有强 $\alpha$ 的美护龙头标的，珀莱雅、巨子生物、爱美客等。
- ◆ 投资主线三：关注医美新品催化，锦波生物、江苏吴中、昊海生科等。
- ◆ 投资主线四：关注估值底部，有望边际改善标的，贝泰妮、丸美股份、福瑞达、水羊股份、上海家化、华熙生物等。



- ◆ **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。

