

强者恒强，小而美赛道值得期待

—美护行业25年年度策略报告

行业投资评级：强大于市

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2024年12月24日

目录

- 一 | **化妆品：强者恒强，关注个护黑马**
- 二 | **医美：把握高景气度赛道，关注新品**
- 三 | **投资建议**

- **行情回顾：板块年初至今小幅下跌，估值有所回落。**年初至今（截止2024年12月23日）申万美容护理指数下跌6.6%，弱于同期上证综指（上涨12.8%）的表现，Q2以来行业增长放缓、板块盈利恶化带来板块表现弱于大盘；Q2以来行业景气度承压且新品接棒乏力、盈利恶化、医美竞争生态改变等多因素带来板块表现弱。截止12月23日，巨子生物、上美股份、丸美股份、润本股份、江苏吴中涨幅靠前，贝泰妮、福瑞达、华熙生物、水羊股份、上海家化等跌幅靠前；申万美容护理板块PE-TTM为40.4倍，较年初35.1倍有所提升，当前板块估值处于历史34%分位上，仍是较低水平。
- **化妆品：强者恒强，关注个护黑马。**24年1-11月化妆品行业限额社零同比-1.3%，需求承压，抖音以双位数增速引领增长；本土上市品牌商24Q1-Q3收入端以8.3%增速好于大盘及外资巨头表现，24年1-11月线上护肤品CR20中大众/本土品牌分别同增21%/36%，国货崛起势头强，大众品牌占优。展望25年，我们认为：1) 婴童护理、口腔护理、洗护等个护赛道抖音带动线上高景气度，19年-23年线上增速分别为16%/13%/7%（口腔护理23年加速），本土品牌有望复制护肤品重兵线上+聚焦大单品战略崛起，格局有望重塑；2) 面霜、精华、面部底妆兼具景气度及格局优化，看好核心大单品持续放量；3) 抖音持续走高带来行业毛销差压力，具备全渠道布局能力以及持续研发及产品创新的公司更具优势，长期多品牌多品类发展助力跨越周期。标的上我们重点推荐：1) 产品势能强劲+多品牌多品类发力助力跨越周期，业绩高增确定性高的龙头标的，如珀莱雅、巨子生物、毛戈平、丸美生物等；2) 兼具景气度及格局重塑的个护赛道小而美标的，如润本股份、登康口腔等；3) 关注细分市场地位稳固，目前处于调整期，有望改善的标的，如福瑞达、华熙生物、贝泰妮、上海家化等。
- **医美：把握高景气度赛道，关注新品放量。**Q2以来医美终端需求放缓，华韩24H1/朗姿24Q1-Q3收入增速分别为-6%/+3%，重组胶原蛋白持续高景气度，24Q1-Q3保持90%以上增速；再生类产品收入（华东医药欣可丽+江苏吴中医美）24Q1-Q3合计增长34%，远好于行业；水光类产品保持增长韧性，爱美客溶液类收入24Q1-Q3保持低双位数增长。24年行业供给加速，肉毒毒素、再生类、水光类产品获批，为市场提供创新产品。展望25年我们认为：1) 重组胶原蛋白赛道高景气度，格局清晰，利好龙头厂家；2) 再生类/肉毒毒素/水光类赛道保持增长韧性，具备差异化卖点产品以及拥有扎实的渠道基础的品牌有望重塑格局；3) 关注羟基磷灰石、PDRN等新材料。标的上我们重点推荐估值回落+产品布局全的一线龙头爱美客以及胶原蛋白产品25年迎来新进展的巨子生物，关注再生类产品持续放量+产品布局全面的江苏吴中。
- **风险提示：行业景气度回落、销售费用持续提升带来盈利能力恶化、新品推广不及预期等。**

一

化妆品：强者恒强，关注个护黑马

1.1 行情回顾：年初至今板块下跌，估值处于历史较低水位

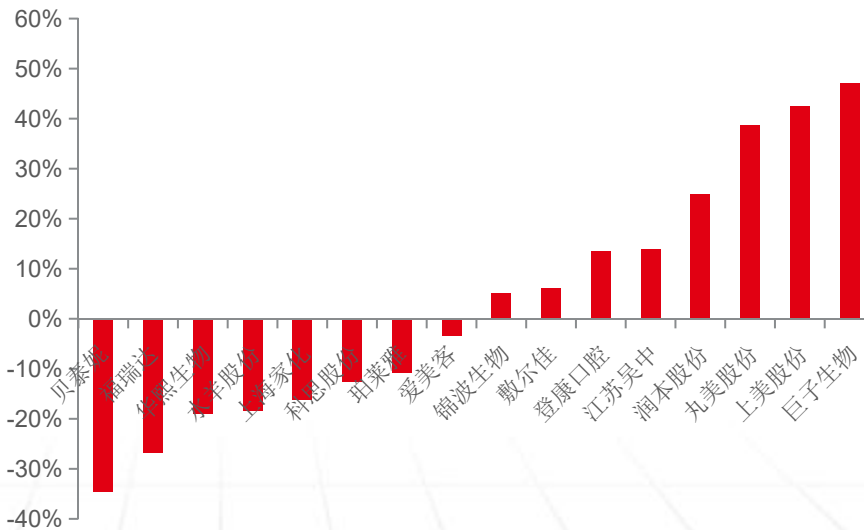
- **板块年初至今小幅下跌，估值处于历史较低水位。**年初至今（截止2024年12月23日）申万美容护理指数下跌6.6%，弱于同期上证综指（上涨12.8%）的表现，Q2以来行业景气度持续承压且新品接棒乏力、毛销差缩窄带来盈利恶化、医美供给加速竞争生态改变等多因素共振带来板块表现弱于大盘。截止12月23日，巨子生物、上美股份、丸美股份、润本股份、江苏吴中涨幅靠前，贝泰妮、福瑞达、华熙生物、水羊股份、上海家化等跌幅靠前；申万美容护理板块PE-TTM为40.4倍，较年初35.1倍有所提升，当前板块估值处于历史34%分位上，仍是较低水平。

图表1：申万美容护理年初至今涨跌幅



资料来源：ifind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表2：重点公司年初至今涨跌幅情况



资料来源：wind，中邮证券研究所（截止12月23日）

图表3：申万美容护理PE-band

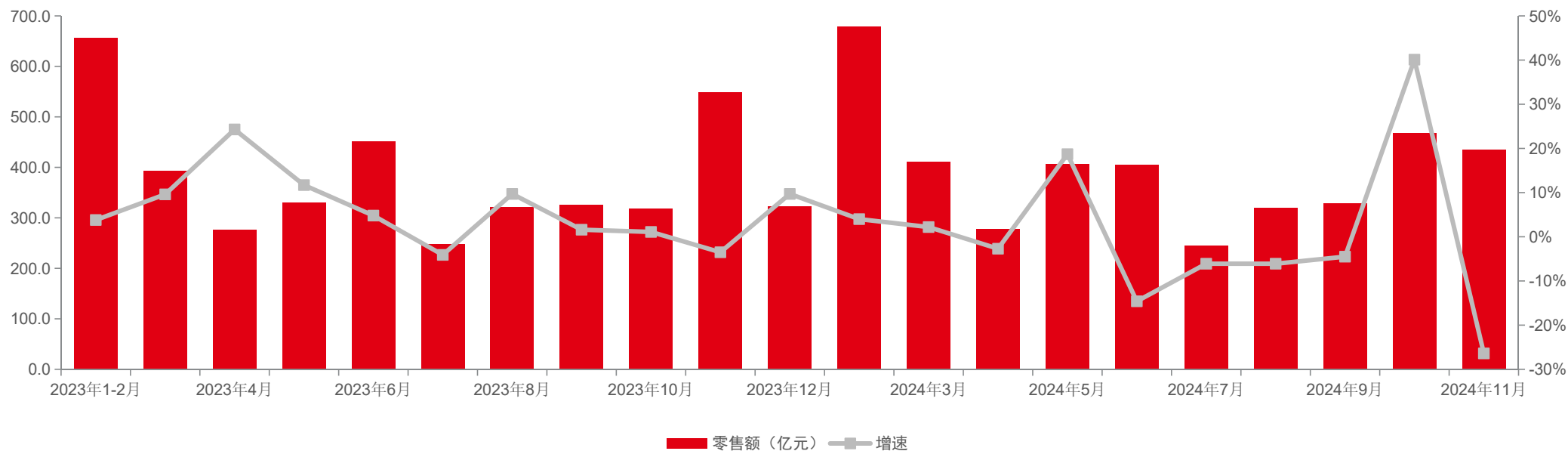


资料来源：ifind，中邮证券研究所

1.2 行业回顾：消费降级带来需求增长承压，抖音仍为增长引擎

- 需求增长承压。** 根据国家统计局数据，2024年1-11月化妆品行业限额社零为4015亿元，同比-1.3%，相较于2023年弱增长有所降速。我们认为行业需求承压主要受消费景气度下行影响，且平价消费影响价格提升，行业均价承压；此外，行业从产品、营销及渠道等多方面缺乏创新，影响需求。
- 抖音维持高景气度，线上引领增长。** 根据青眼数据，2024年前三季度中国化妆品行业线上线下占比分别为52%/48%，增速分别为4.2%/-2.2%，线上仍为行业增长引擎；根据同一数据来源，今年以来抖音除个别月份增长低迷，基本保持双位数增长，引领线上增长。

图表4：化妆品限额社会零售额增速情况



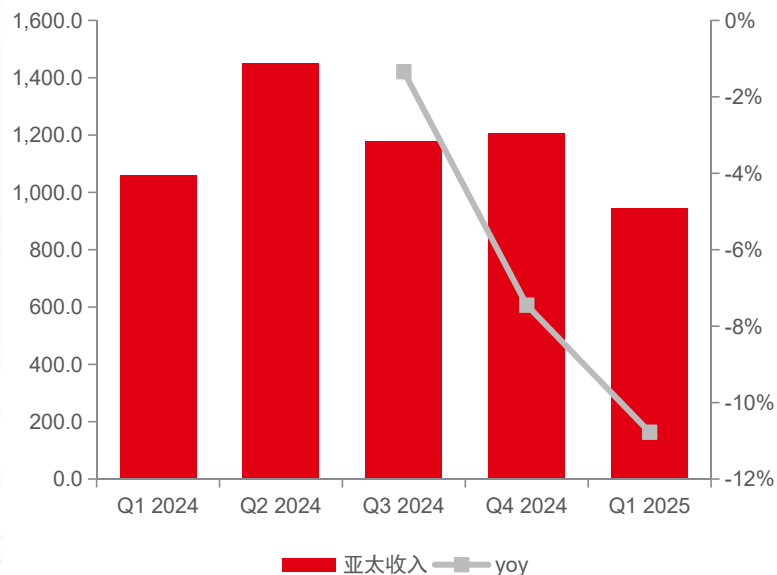
资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

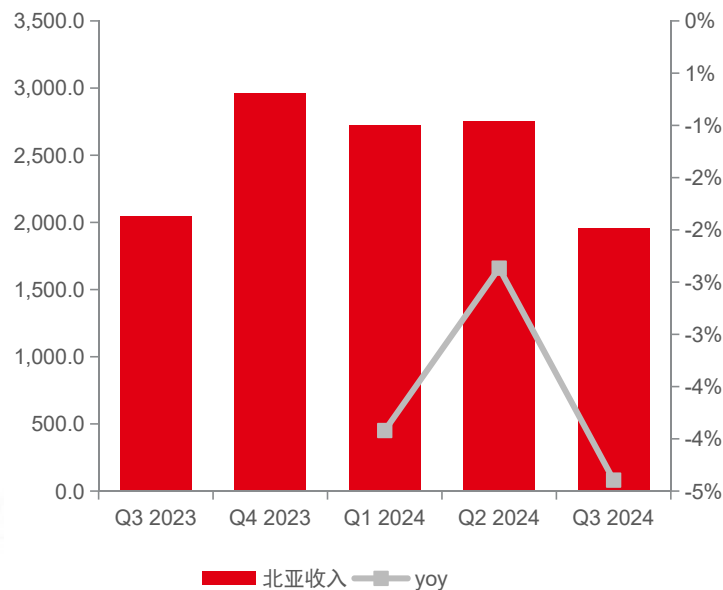
1.2 行业回顾：外资巨头均呈现不同增长压力，线上护肤品本土大众品牌强劲，彩妆高端底妆品牌领先

- 外资品牌集团增长呈现不同压力：1) 欧莱雅集团北亚地区FY24Q1/Q2/Q3分别同比-1.1%/-2.4%/-4.4%，逐季恶化，中国地区下滑，主要系行业景气度下行、来自本土品牌竞争加剧；2) 资生堂FY24Q1/Q2/Q3中国市场销售额分别同比+4.2%/+1.5%/-11.1%，考虑汇率因素均下滑，核辐射事件以来持续承压，尤其资生堂品牌；3) 雅诗兰黛亚太市场FY24Q3/24Q4/25Q1分别-1.3%/-7.5%/-10.8%，中国市场持续下滑，主要系景气度下行、高端市场承压以及竞争加剧。

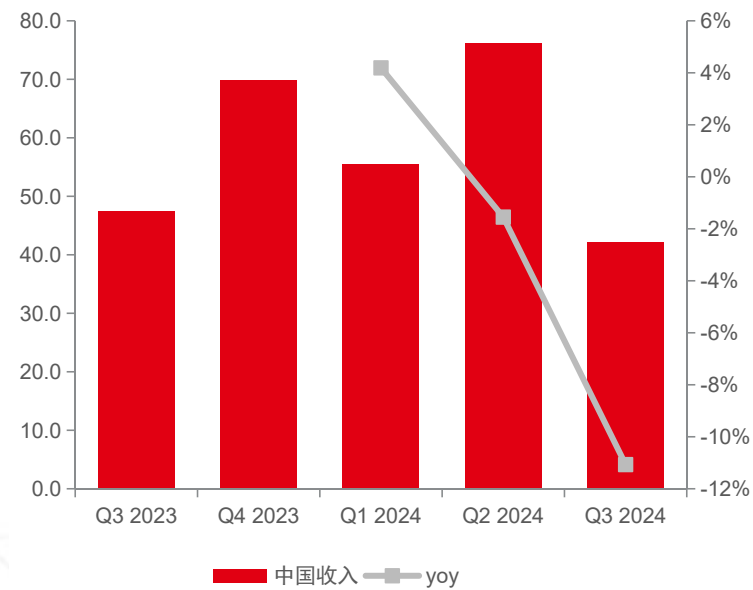
图表5：雅诗兰黛亚太地区收入及增速（百万美元）



图表6：欧莱雅集团北亚地区收入及增速（百万欧元）



图表7：资生堂中国地区收入及增速（十亿日元）



资料来源：彭博，中邮证券研究所（不考虑汇率因素）

资料来源：彭博，中邮证券研究所（不考虑汇率因素）

资料来源：彭博，中邮证券研究所（不考虑汇率因素）

1.2 行业回顾：外资巨头均呈现不同增长压力，线上护肤品本土大众品牌强劲，彩妆高端底妆品牌领先

- **护肤品大众&本土品牌强劲，引领增长。**根据第三方爬虫数据，24年1-11月线上护肤品类CR20中：1) 外资/本土品牌增速分别为+2%/36%，本土品牌强势增长；2) 高端/次高端/大众品牌增速分别为+3%/+5%/+21%，大众品牌引领增长，尤其是本土系更为靓丽；3) CR20份额为40%，合计同增13，好于行业整体增速，格局持续集中。
- **彩妆高端&外资品牌整体更强，重底妆品牌表现更佳。**根据第三方爬虫数据，24年1-11月线上彩妆品类CR20中：1) 外资/本土品牌增速分别13%/5%，外资品牌更具优势；2) 高端/大众品牌增速分别为19%/1%， “口红经济效应”表现明显，高端品牌发力明显；3) CR20份额为34%，合计同增9%，与大盘表现基本相当，行业格局重塑，重底妆类品牌整体表现更佳。

图表8：护肤品24年1-11月TOP20品牌线上格局变化

	增速	份额
CR20	13.1%	40.3%
—本土品牌	36.2%	16.2%
—外资品牌	1.6%	24.1%
—高端品牌	3.3%	6.3%
—次高端品牌	4.5%	6.1%
—大众品牌	20.9%	27.9%

资料来源：久谦数据，中邮证券研究所

备注：所选品牌为珀莱雅、欧莱雅、韩束、兰蔻、雅诗兰黛、赫莲娜、玉兰油、可复美、薇诺娜、自然堂、修丽可、后、谷雨、娇韵诗、资生堂、科颜氏、欧诗漫、HBN

图表9：彩妆24年1-11月TOP20品牌线上格局变化

	增速	份额
CR20	9.4%	33.8%
—本土品牌	4.6%	13.8%
—外资品牌	12.9%	20.0%
—高端品牌	19.4%	17.0%
—大众品牌	0.8%	14.8%

资料来源：久谦数据，中邮证券研究所

备注：所选品牌为YSL、花西子、卡姿兰、CPB、彩棠、毛戈平、迪奥、兰蔻、橘朵、阿玛尼、雅诗兰黛、3CE、NARS、香奈儿、柏美瑞、魅可、欧莱雅、方里、恋火、AKF

1.3 板块回顾：Q2以来收入增速放缓，盈利恶化，分化加剧

- **上市品牌商Q2以来收入业绩迎来挑战。**我们统计 9 家品牌商数据（季度不含港股巨子生物、上美股份），24Q3/24Q1-Q3 品牌商实现收入 86 亿元/296 亿元，较去年同期变动率分别为+3%/+8%，Q3 收入增速放缓；24Q3/24Q1-Q3 归母净利润分别为 5 亿元/32 亿元，较去年同期变动率分别为-43%/-7%，流量成本上升+竞争加剧行业销售费用率大幅提升拖累盈利能力，业绩弱于收入端；24Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别+0.9pct/+4.2pct/+1.6pct/+0.9pct，归母净利率同降 4.7pct 至 7.0%；24Q1-Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别为+1.0pct/+2.3pct/-0.0pct/-0.9pct，归母净利率同降 1.8pct 至 11.4%，行业销售费用率持续走高，竞争加剧，Q3 收入放缓带来管理及研发费用率提升，盈利恶化。

图表10：重点上市公司收入及业绩分季度增长情况（亿元）

	2024Q1				2024Q2				24Q3				24Q1-Q3			
	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy
珀莱雅	21.8	34.6%	3.0	45.6%	28.2	40.6%	4.0	36.8%	19.7	21.2%	3.0	20.7%	69.7	32.7%	10.0	34.0%
丸美股份	6.6	38.7%	1.1	40.6%	6.9	18.6%	0.7	26.7%	6.0	25.8%	0.6	44.3%	19.5	27.1%	2.4	37.4%
润本股份	1.7	10.0%	0.4	67.9%	5.8	35.0%	1.5	47.0%	3.9	20.1%	0.8	32.0%	10.4	26.0%	2.6	44.4%
贝泰妮	11.0	27.1%	1.8	11.7%	17.1	13.5%	3.1	5.2%	12.1	14.0%	-0.7	-153.4%	40.2	17.1%	4.2	-28.4%
华熙生物	13.6	4.2%	2.4	21.4%	14.5	-18.1%	1.0	-56.1%	10.6	-7.1%	0.2	-77.4%	38.8	-8.2%	3.6	-29.2%
上海家化	19.1	-3.8%	2.6	11.2%	14.2	-14.2%	-0.2	-125.8%	11.6	-20.9%	-0.8	-180.9%	44.8	-12.1%	1.6	-58.7%
水羊股份	10.3	-1.4%	0.4	-23.3%	12.6	1.4%	0.7	-27.2%	7.5	-30.9%	-0.1	-130.4%	30.5	-9.8%	0.9	-47.6%
敷尔佳	4.1	9.7%	1.5	-4.8%	5.3	7.1%	1.9	-2.8%	5.3	11.9%	1.7	-5.2%	14.7	9.5%	5.1	-4.2%
福瑞达	7.4	6.5%	0.6	-54.4%	8.6	-2.0%	0.7	11.7%	8.8	-4.8%	0.4	-7.8%	28.0	-17.5%	1.7	-28.1%
品牌商	95.5	12.2%	13.8	19.6%	113.1	7.2%	13.2	-4.8%	85.5	3.0%	5.2	-43.2%	296.4	8.3%	32.2	-7.0%
科思股份	7.1	21.1%	2.2	37.2%	6.9	15.0%	2.0	6.0%	4.5	-22.5%	0.9	-50.1%	18.6	4.7%	5.1	-4.1%

1.3 板块回顾：Q2以来增速放缓，盈利恶化，分化加剧

- **销售费用率持续提升带来板块盈利能力恶化。** 24Q1/Q2/Q3板块上市品牌商销售费用率分别同比+0.2pct/2.4pct/4.2pct至42%/46%/49%，流量成本上行、终端景气度回落带来销售费用率大幅提升，板块盈利加速能力恶化。

图表11：重点上市品牌商分季度毛利率费用率及同比变化情况

	2024Q1					2024Q2					2024Q3					2024Q1-Q3				
	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率	毛利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	归母净利率
上市公司毛利率期间费用率情况																				
贝泰妮	72.1%	46.7%	6.9%	3.0%	16.1%	72.9%	44.8%	5.8%	4.8%	18.0%	76.4%	60.4%	13.6%	7.0%	-5.7%	73.7%	50.0%	8.5%	5.0%	10.3%
华熙生物	75.7%	36.0%	8.5%	7.0%	17.9%	73.4%	47.5%	9.0%	7.2%	6.8%	72.4%	42.5%	16.6%	10.6%	1.9%	73.9%	42.1%	10.9%	8.1%	9.3%
珀莱雅	70.1%	46.8%	4.5%	2.2%	13.9%	69.6%	46.7%	2.8%	1.7%	14.1%	70.7%	45.4%	4.9%	2.4%	15.2%	70.1%	46.4%	3.9%	2.0%	14.3%
上海家化	63.3%	37.2%	6.5%	1.8%	13.5%	58.3%	51.8%	9.0%	2.4%	-1.3%	54.5%	50.0%	11.4%	3.1%	-6.5%	59.4%	45.1%	8.6%	2.3%	3.6%
水羊股份	61.3%	46.3%	5.7%	1.8%	3.9%	61.6%	47.3%	3.9%	1.1%	5.2%	68.0%	57.5%	5.3%	3.4%	2.1%	63.1%	49.5%	4.8%	1.9%	3.1%
丸美生物	74.6%	50.3%	3.2%	2.5%	16.7%	74.8%	55.7%	3.7%	2.8%	9.5%	74.5%	58.9%	4.1%	3.1%	10.4%	74.6%	54.9%	3.7%	2.8%	12.2%
敷尔佳	81.4%	32.6%	5.4%	1.5%	37.1%	81.4%	31.6%	4.4%	1.8%	35.6%	82.1%	36.3%	3.4%	3.0%	32.9%	81.7%	33.6%	4.3%	2.1%	35.0%
福瑞达	50.8%	36.3%	4.1%	3.7%	6.6%	52.8%	36.5%	4.1%	3.2%	6.6%	51.8%	36.7%	4.6%	4.4%	5.0%	51.9%	36.5%	4.3%	3.7%	6.1%
润本股份	55.7%	30.2%	4.3%	4.1%	21.3%	59.5%	28.3%	1.2%	1.4%	25.0%	57.6%	23.6%	2.5%	3.4%	27.6%	58.3%	27.3%	2.1%	2.4%	25.2%
品牌商	69.3%	42.3%	5.9%	2.9%	14.9%	68.5%	45.9%	5.2%	3.0%	12.2%	69.5%	48.6%	8.6%	4.6%	7.0%	69.1%	45.6%	6.4%	2.4%	11.4%
科思股份	47.8%	1.7%	6.9%	4.5%	30.9%	47.9%	1.3%	7.1%	4.8%	29.1%	37.4%	0.7%	9.0%	5.5%	20.5%	45.3%	1.3%	7.5%	4.8%	27.7%
上市公司毛利率期间费用率变动情况																				
贝泰妮	-4.0%	-0.9%	-0.8%	-1.0%	-2.2%	-2.0%	-0.8%	0.1%	-0.2%	-1.4%	-2.4%	12.7%	4.9%	0.2%	-17.8%	-2.7%	3.3%	1.3%	-0.3%	-6.6%
华熙生物	2.0%	-10.4%	1.9%	0.7%	2.5%	-0.4%	1.4%	2.2%	1.4%	-5.9%	1.3%	-3.1%	6.6%	2.7%	-5.9%	0.9%	-3.9%	3.3%	1.5%	-2.8%
珀莱雅	0.1%	3.6%	-1.4%	-1.1%	1.1%	-1.3%	2.9%	-2.0%	-0.3%	-0.4%	-1.9%	2.8%	-1.0%	0.1%	0.0%	-1.1%	3.1%	-1.6%	-0.4%	0.1%
上海家化	2.1%	-3.5%	-2.6%	0.2%	1.8%	-0.8%	4.8%	1.6%	-0.3%	-5.6%	-3.2%	6.8%	0.2%	0.6%	-12.9%	-0.1%	1.7%	-0.6%	0.1%	-4.1%
水羊股份	7.6%	5.1%	1.5%	-0.6%	-1.1%	2.0%	7.4%	-1.9%	-0.6%	-2.0%	7.7%	8.2%	3.7%	1.7%	-1.4%	5.1%	6.1%	0.9%	0.0%	-2.2%
丸美生物	6.0%	7.8%	-1.2%	-0.3%	0.2%	3.4%	2.3%	-0.9%	0.2%	0.6%	2.1%	-0.2%	-1.3%	-0.1%	1.3%	3.8%	3.1%	-1.1%	-0.1%	0.9%
敷尔佳	-1.2%	9.3%	-0.7%	0.0%	-5.6%	-1.5%	4.6%	0.1%	0.7%	-3.6%	0.5%	7.7%	-0.9%	2.0%	-5.9%	-0.7%	7.0%	-0.5%	1.0%	-5.0%
福瑞达	11.5%	11.1%	-0.5%	1.3%	-3.5%	3.5%	3.3%	-0.1%	0.3%	1.5%	-3.1%	-3.3%	-0.7%	0.5%	-0.2%	4.8%	4.4%	-0.4%	0.7%	-0.9%
润本股份	2.9%	1.2%	-0.3%	0.4%	7.3%	3.0%	2.4%	-0.4%	-0.1%	2.0%	0.1%	1.4%	-0.1%	0.8%	2.5%	2.2%	1.9%	-0.4%	0.2%	3.2%
品牌商	2.2%	0.2%	-0.8%	-0.3%	0.8%	-0.1%	2.4%	-0.5%	-0.2%	-1.8%	0.9%	4.2%	1.6%	0.9%	-4.7%	1.0%	2.3%	0.0%	-0.9%	-1.8%
科思股份	-1.2%	-0.3%	-0.4%	-0.9%	3.6%	-1.8%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.3%	-12.7%	-0.2%	1.7%	1.7%	-11.3%	-4.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	-2.5%

资料来源：wind，中邮证券研究所预测（备注：福瑞达为公司合并口径数据，品牌商平均利润率计算剔除福瑞达）

1.4 投资主线一：彩妆/香氛成长可期，洗护/婴童护理/口腔护理等个护赛道迎来格局重塑机会

- 纵观化妆品大赛道，我们从规模、成长性、格局优化空间三个视角来看：**1) 规模角度**，护肤品占据过半市场，成为内卷中心，洗护、彩妆、口腔护理占据10%左右市场，孕育品牌成长机会。**2) 成长角度**，香氛、婴童护理、彩妆19年以来成长领先，仍具备成长红利。**3) 格局角度**，护肤品/彩妆行业集中度大幅提升，本土品牌份额稳步提升，但贡献度弱于外资品牌；口腔护理行业集中度高，本土品牌不断侵蚀外资品牌份额，CR20中本土化率提升；婴童护理格局重塑，行业集中度较低，本土品牌大放异彩，为CR20主力；洗护及沐浴护理行业集中度较高且CR20本土化率低，期待本土品牌差异化竞争优化格局。综上，我们认为婴童护理景气度+格局重塑双重驱动下本土品牌孕育机会，口腔护理、洗护赛道规模可观，本土龙头品牌份额出现提升趋势，期待格局优化。

图表12：化妆品分赛道规模及景气度（亿元）

	市场规模	占比	CAGR (5)
化妆品	5480	100.0%	5.3%
护肤品	2818	51.4%	5.7%
洗护	636	11.6%	3.3%
彩妆	618	11.3%	6.5%
口腔护理	492	9.0%	2.8%
婴童护理	320	5.8%	7.5%
沐浴护理	238	4.3%	1.0%
香氛	152	2.8%	14.3%
其他	206	3.8%	6.9%

图表13：化妆品分赛道品牌竞争格局及19年-23年格局变化

	综合品牌份额及变化				CR10/CR20中本土品牌份额及变化					
	CR10	变动率	CR20	变动率	CR10	变动率	占比	CR20	变动率	占比
化妆品	21.4%	2.4pct	32.0%	4.2pct	5.7%	1.0pct	26.6%	8.3%	2.1pct	26.0%
护肤品	35.1%	8.3pct	46.6%	14.2pct	12.6%	2.7pct	35.9%	14.6%	3.5pct	31.3%
洗发	61.4%	1.5pct	74.3%	1.4pct	8.8%	-0.6pct	14.3%	16.1%	1.1pct	21.7%
彩妆	38.7%	10.5pct	59.2%	12.4pct	7.2%	1.4pct	18.7%	15.1%	6.6pct	25.5%
口腔护理	64.8%	0.0pct	77.7%	0.5pct	15.4%	3.6pct	23.8%	19.8%	4.7pct	25.5%
婴童护理	24.2%	-1.4pct	33.5%	-5.1pct	16.3%	3.1pct	67.4%	22.1%	1.7pct	64.0%
沐浴护理	53.4%	8.4pct	62.0%	5.5pct	10.2%	1.6pct	19.1%	12.4%	0.8pct	20.0%
香氛	63.2%	10.9pct	73.5%	6.4pct	无	无	无	无	无	无

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所（变动率为19年-23年品牌格局变化）

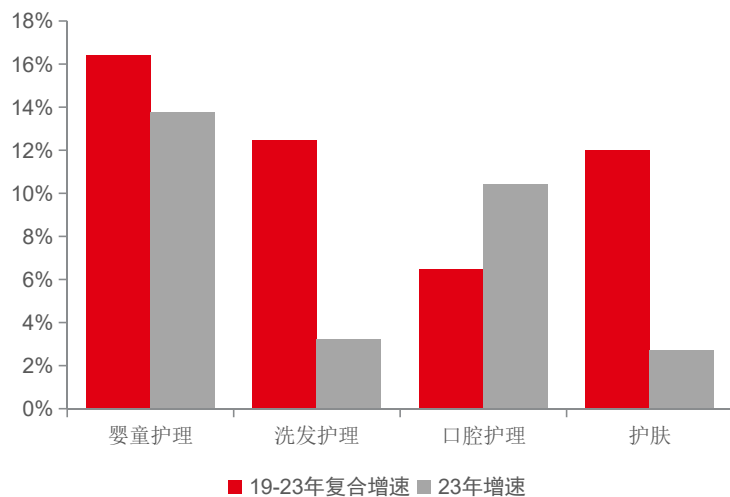
1.4 投资主线一：重兵线上+聚焦细分领域大单品加速婴童护理/口腔护理国货崛起进程，功效护理助力洗护领域国货发展

■ 复制护肤/彩妆重兵线上+聚焦细分领域大单品策略，婴童护理、口腔护理国货崛起正当时，关注洗护领域本土品牌布局。婴童护理、洗护、口腔护理线上景气度较好，19年-23年线上增速分别为16%/13%/7%（口腔护理23年加速），尤其在领先增长平台抖音的渗透率仍处于低位（24M1-10分别为31%/40%/43%），为行业格局优化及重塑提供契机。借鉴19年以来护肤/彩妆国货通过重兵线上、聚焦大单品等策略提升份额的经验，本土品牌有望在婴童、口腔、洗护等领域复制：1) 婴童领域过去戴可思、贝德美、海龟爸爸通过线上发力，分别聚焦乳霜、洗护、防晒等细分类目快速崛起，成为细分赛道份额提升最快的三大品牌；2) 口腔领域笑容+聚焦线上主推电动口腔快速崛起，冷酸灵、狮王通过聚焦细分功效稳步提升份额；3) 洗护领域卡诗以超高端定位+头皮护理理念破圈，三生依托医研共创以防脱生发定位迅速成长。展望未来，本土品牌加快布局，期待格局重塑。

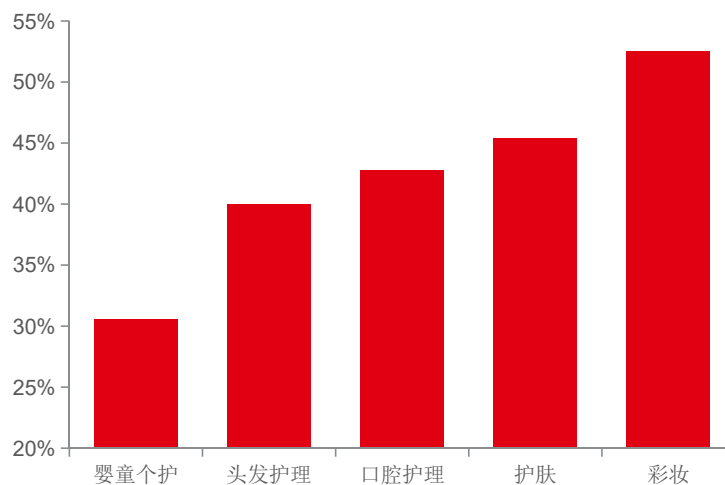
图表14：细分赛道本土品牌布局情况

赛道	公司	介绍
婴童	润本股份	24年前三季度婴童护理收入4.4亿元，占比42%；其中乳霜、润肤乳占品类超过55%，大单品持续打造中
	上美	旗下拥有红色小象和一页品牌，24H1收入3.4亿元，占比10%，同增30%
	贝泰妮	24H1子品牌薇诺娜baby收入1.0亿元，同增40%
口腔	登康口腔	24年前三季度线上占比超过30%仍低于行业；打造极地白、7天密集修复等线上大单品
洗护	珀莱雅	1) 24年前三季度OR收入约2亿元，线上为主，以中高端（149元/460ml）头皮护理差异化定位切入，快速增长；2) 储备惊时，定位头皮微生态护理
	上美	储备极方（针对掉发）等洗护品牌
	福瑞达	24年打造即沐品牌，定位头皮微生态护理，中高端（158元/600g）定位，GMV百万级别，起步中
	科笛	21年推出青丝几何，专注防脱生发，24年1-10月GMV为0.2亿元，+124%

图表15：婴童护理/口腔护理/洗护线上增速



图表16：婴童护理/口腔护理/洗护抖音渗透率



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

资料来源：久谦数据，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 投资主线一：重兵线上+聚焦细分领域大单品加速婴童护理/口腔护理 国货崛起进程，功效护理助力洗护领域国货发展

图表17：化妆品分赛道19年-23年份额提升TOP3品牌情况

品类	品牌	份额（变动率）	介绍
洗发	卡诗	4.0% (+3.6pct)	欧莱雅旗下超高端品牌，线上线下均布局，产品系列丰富，适合不同发质及头皮问题，经典黑钻洗发水250元/250ml
	欧莱雅	6.4% (+2.4pct)	欧莱雅旗下大众品牌，专业院线布局深，线上线下齐发展，产品系列丰富，经典玻尿酸洗发水143元/1080ml
	曼迪	1.9% (+1.8pct)	三生制药旗下防脱发品牌，OTC+线上布局，经典防脱生发液189元/100ml
口腔护理	uSmile	3.8% (3.3pct)	星际悦动旗下电动口腔护理品牌，15年成立，线下线下布局，产品P20 PRO电动牙刷279元/支（送2刷头）
	冷酸灵	4.7% (1.2pct)	登康口腔旗下抗敏感口腔护理品牌，线下根基深，产品价格带较宽，线上通过打造极地白、7天密集修复等单品发力
	狮王	1.9% (1.2pct)	日本狮王旗下品牌，专注美白，线下线上均布局，爆品包括小苏打（12元/120g）/酵素美白牙膏（20元/120g）等
婴童护理	戴可思	3.3% (+3.3pct)	无锡戴可思旗下品牌，17年成立，线上起家，布局线下母婴商超等渠道，覆盖护肤、洗护产品线，面霜定价78元/50g
	贝德美	2.5% (+2.5pct)	浙江孕叮生物旗下品牌，16年成立，线上线下齐布局，专注洗护，定位大众，经典蓝甘菊洗发水49元/335ml
	海龟爸爸	2.1% (+2.1pct)	广州好肌肤旗下品牌，19年成立，线上起家，线下布局，专注学龄前儿童光损伤护理，小雪山防晒霜69元/30g
彩妆	YSL	6.4% (+3.1pct)	欧莱雅旗下高端品牌，线上线下齐发力，在气垫、唇妆等领域份额领先
	3CE	3.0% (+3.0pct)	欧莱雅期限大众新锐2.0品牌，抢占完美日记、珂拉琪等份额，线上为主，色彩类（唇妆/眼妆等）优势突出
	NARS	2.7% (+2.0pct)	资生堂旗下高端品牌，线上线下齐发力，各底妆较均衡发展，散粉单品突出
护肤品	兰蔻	5.8% (+2.6pct)	欧莱雅旗下高端品牌，线上线下齐发力，小黑系列为基，菁纯系列引领品牌增长
	珀莱雅	3.2% (+2.0pct)	20年以来凭借红宝石系列、双抗系列、源力修复系列再造珀莱雅，线上领先
	海蓝之谜	2.5% (+1.7pct)	雅诗兰黛旗下超高端品牌，线上线下齐发力，主打海洋微生态护肤，精粹水细分品类领先
洗浴护理	舒肤佳	22.4% (3.9pct)	宝洁旗下品牌，线下根基深厚，大众定位，除菌功能上延展，涵盖香皂、沐浴露等产品线
	力士	8.7% (+1.4pct)	联合利华旗下品牌，线下根基深厚，大众定位，香氛标签上延展，涵盖香皂沐浴露等产品线

1.4 投资主线二：面霜、精华、底妆为护肤/彩妆赛道兼具景气度+格局优化的高潜品类，看好核心大单品持续放量

- **面霜/精华/底妆品类兼具高景气度与格局优化，看好本土品牌核心单品持续放量。**根据第三方爬虫数据，24Q1/Q2护肤中精华、面霜GMV以双位数增速领先护肤品增长，精华中次抛、平台外溢带动景气度加速，面霜渗透提升保持高景气度；彩妆中BB/CC霜、粉底液、粉饼等底妆GMV保持24%-49%高增长领跑护肤彩妆子类目，品类渗透率提升空间仍较大。同时，从格局演变来看，面霜（如珀莱雅）、精华（如珀莱雅、可复美）、底妆（如毛戈平、恋火、彩棠）品类本土品牌近年来通过产品创新、专注功效发力聚焦大单品打造，份额持续突围，势能强劲。我们认为上述品类兼具景气度与格局优化，看好核心单品持续放量。

图表18：24H1护肤品品类增长趋势（亿元）

	24Q1		24Q2	
	份额	增速	份额	增速
面部套装	30.0%	8.0%	25.0%	-1.0%
精华	14.0%	30.0%	16.0%	18.0%
乳霜	14.0%	17.0%	13.0%	13.0%
贴片面膜	8.0%	-10.0%	9.0%	-5.0%
洁面	7.0%	-7.0%	7.0%	-3.0%
爽肤水	6.0%	-6.0%	7.0%	9.0%
眼部护理	6.0%	2.0%	7.0%	-6.0%
防晒	4.0%	-11.0%	6.0%	-6.0%

图表19：24H1彩妆品类增长趋势（亿元）

	24Q1		24Q2	
	份额	增速	份额	增速
BBCC霜	12.0%	24.0%	13.0%	46.0%
粉底液	12.0%	49.0%	11.0%	26.0%
隔离霜	11.0%	18.0%	10.0%	-6.0%
唇膏	11.0%	-8.0%	8.0%	19.0%
唇釉	8.0%	16.0%	7.0%	15.0%
蜜粉散粉	4.0%	-14.0%	5.0%	-5.0%
粉饼	4.0%	30.0%	6.0%	47.0%
眼妆	10.0%	-2.0%	7.0%	-15.0%

资料来源：久谦数据、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：久谦数据、中邮证券研究所

1.4 投资主线二：关注爽肤水/防晒/洁面产品创新带来突围机会，本土品牌提升空间大

- 爽肤水/防晒/洁面等稳健品类本土品牌创新突破空间较大。水、防晒、洁面等品类需求刚性、基本盘稳健，外资品牌大单品在细分品类中表现突出，本土品牌过去在精华、面霜、套装等大类目上创新不断，缺乏对细分小类目投入。我们认为，稳健小而美类日本土品牌存在较大的产品创新、营销发力空间，重点关注福瑞达（水、洁面）、珀莱雅（防晒）、贝泰妮（防晒等）等公司在细分领域发力。

图表20：本土品牌细分领域大单品表现

赛道	类目格局情况	本土品牌大单品及新品布局
面霜	珀莱雅、赫莲娜、修丽可、兰蔻、薇诺娜、欧莱雅、玉兰油、雅诗兰黛、科颜氏、海蓝之谜等位列前位，头部序列中外资品牌占据较大席位，珀莱雅为后起之秀	1) 大单品：珀莱雅红宝石面霜、薇诺娜特护霜等；2) 潜力新品：可复美焦点面霜、可复美秩序面霜
精华	珀莱雅、娇韵诗、可复美、修丽可、雅诗兰黛、玉兰油、娇兰、伊丽莎白雅顿、欧诗漫、润百颜等位列前位，头部序列中本土品牌占4席，可复美为后起之秀	1) 大单品：珀莱雅ABC精华、可复美次抛、润百颜/夸迪次抛、薇诺娜修白瓶、舒敏精华；2) 潜力新品：瑷尔博士微精水、敷尔佳次抛
水	海蓝之谜、sk-ii、颐莲、兰蔻、HBN、雅漾、HFP、雅诗兰黛、娇兰、可复美等位列前位，头部序列中本土品牌占4席，可复美为后起之秀	1) 大单品：颐莲喷雾、可复美柔肤水
洁面	芙丽芳丝、CPB、至本、娇润泉、C咖等位列前位，大众定位为主	潜力品牌：韩束、瑷尔博士、悦芙缦、薇诺娜等
防晒	蜜丝婷、安热沙、兰蔻、美康粉黛、欧莱雅较为强势，外资品牌为主	潜力品牌：薇诺娜、珀莱雅等
粉底液	雅诗兰黛、毛戈平、恋火、兰蔻等位列前位，本土品牌持续发力	1) 大单品：毛戈平粉底、恋火粉底；2) 潜力品牌：彩棠粉底
BB/CC霜	YSL、花西子、爱敬、欧莱雅、蜜丝婷、玛丽黛佳、毛戈平等位列前位，本土品牌持续发力	1) 大单品：毛戈平气垫、恋火气垫；2) 潜力品牌：彩棠气垫

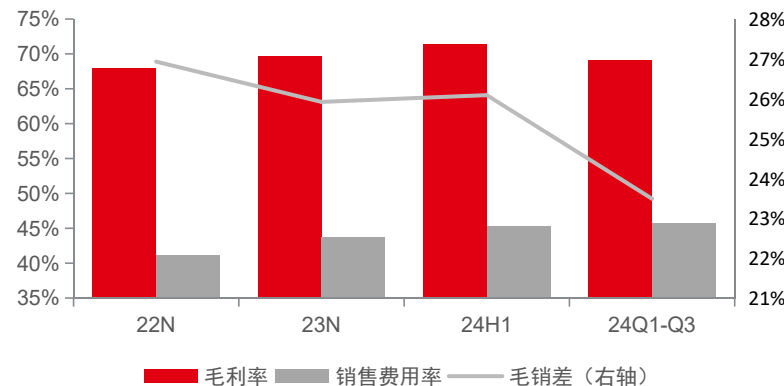
资料来源：天猫、抖音、公司公众号、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.4 投资主线三：抖音持续走高带来毛销差压力，本土美妆品牌商费用率高位提升有限，关注边际优化能力强、有望改善费用率的标的

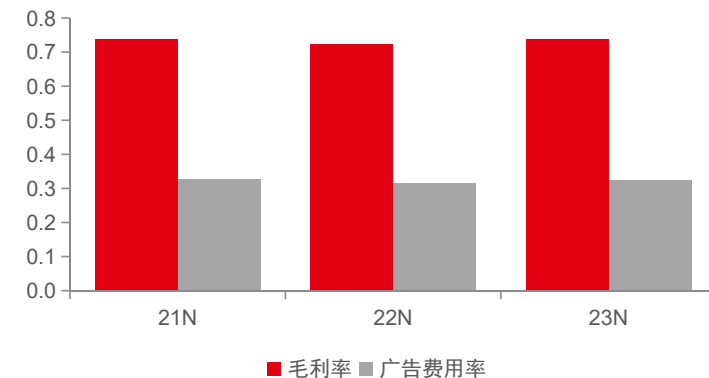
■ 抖音占比提升带来板块销售费用率提升，毛销差承压。板块品牌商23N/24H1/24Q1-Q3销售费用率分别为43.7%/45.3%/45.6%，同比提升2.7pct/2.3pct/2.3pct，大促常态化下毛利率提升放缓，抖音平台策略多变，ROI走低为销售费用率带来压力，24年板块品牌商抖音稳步提升，其中丸美、上美线上占比高（23年约85%）且重兵抖音（抖音占比线上分别59%/85%），销售费用率高位仍提升较快（24Q1-Q3丸美+3.1pct至55%，上美+4.0pct至58%）。相比于国际美妆巨头欧莱雅约32%广告费用率、约73%毛利率，板块销售费用率、毛销差改善空间较大。

图表21：上市公司毛利率、销售费用率变化



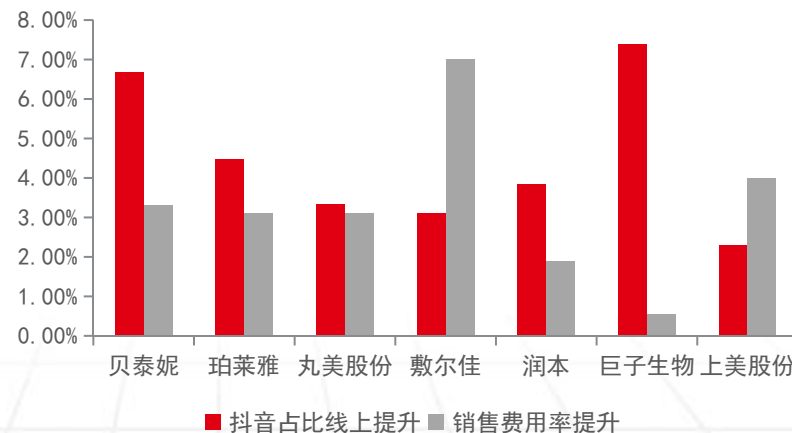
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表22：欧莱雅集团毛利率、广告费用率情况



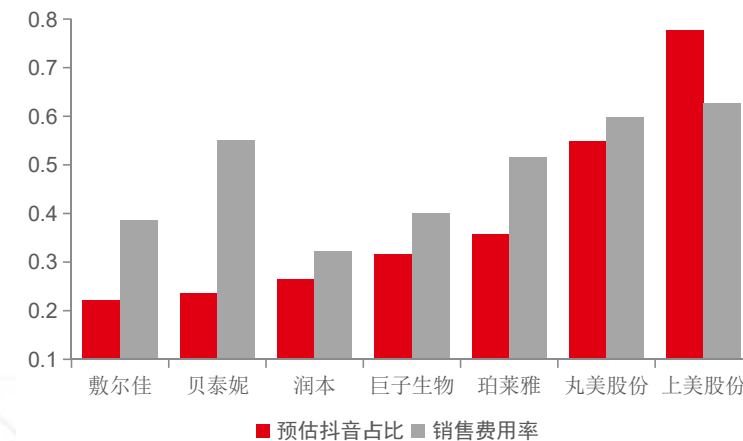
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表23：24Q1-Q3公司抖音占比变动vs销售费用率变动



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：24Q1-Q3公司预计抖音占比vs销售费用率

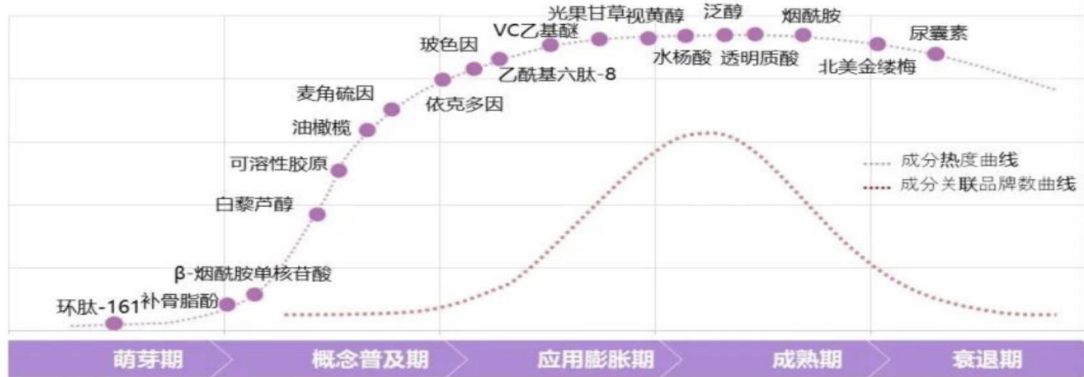


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 投资主线三：提升产品实力+渠道把控能力是优化毛销差关键，关注拥有中国成分及多渠道布局能力的品牌

- **向上卷提升品牌“科技力”是优化毛销差长久之计。**近年来在美白、抗衰、舒敏等功效领域成分持续迭代，沉淀出一批生命周期较长的经典成分，如玻色因、烟酰胺等。当前创新肽类、重组胶原蛋白正当势能期，而美白领域成分相对空白，本土品牌拥有较大创新空间；未来关注“中国成分”持续创新、沉淀带来的产品力提升，提升品牌议价权。

图表25：24年热门成分生命周期曲线



资料来源：美丽修行，中邮证券研究所

图表26：按功效分类市场热门原料（成分）及代表品牌

功效	成分	代表产品
抗衰	肽类	韩束红蛮腰；珀莱雅红宝石系列
	A醇/醛类	珀莱雅红宝石系列、HBN视黄醇系列、露得清A醇精华
	玻色因	欧莱雅集团大数品牌，如HR黑绷带、兰蔻菁纯系列、修丽可AEG等
美白	甘草提取物/熊果苷	薇诺娜修白瓶、谷雨美白系列、HBN发光水等
	377	城野医生377 VC美白淡斑水、肌肤未来377美白淡斑精华
	烟酰胺	olay小白瓶
舒敏	重组胶原蛋白	可复美次抛、胶原乳等；丸美小金针系列；珀莱雅源力修复面霜；福瑞达珂缇等

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表27：近年来重点公司前沿原料领域布局

公司	布局
巨子生物	重组胶原蛋白；人参皂苷等
珀莱雅	XVII型重组胶原蛋白、环肽-161+亚麻籽环肽、Nox-Age等
丸美股份	重组胶原蛋白、超分子弹力蛋白等
华熙生物	HA、麦角硫因、依克多因、β-烟酰胺单核苷酸等
上美股份	独家成分活肤因（TIRACLE PRO，双发酵法获得小分子肽群）、积累环六肽-9、青蒿油AN+等成分
贝泰妮	马齿苋提取物、青刺果提取物、滇山茶提取物等
水羊股份	吡咯并喹啉酮二钠盐、黑参精粹、灵芝精粹
福瑞达	HA、褐藻、重组胶原蛋白等

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 投资主线三：提升产品实力+渠道把控能力是优化毛销差关键，关注拥有中国成分及全渠道布局能力的品牌

- **关注具备全渠道布局能力品牌。**近年来本土品牌线上化率持续提升，在抖音、天猫比重较行业平均水平高，我们认为：一方面，以抖音为代表的线上平台品牌化过程中有望改善ROI优化销售费用率，尤其在各品牌聚焦大单品战略下，细分类目TOP品牌盈利能力将获得改善；另一方面，各品牌自营占比高消费者洞察掌控力近年来获得较大提升，提高全渠道布局而降低头部平台依赖度为品牌商未来提升渠道掌控力的关键。近年来，新零售、OTC等O2O有望重塑线下渠道，线上平台分散化将助力品牌溢价能力提升，理清价格链路有望成为美妆市场新增长点。

图表28：上市品牌商渠道布局情况

公司	全渠道
珀莱雅	24H1线上/线下占比分别为94%/6%，增速分别为41%/9%，线下新零售渠道+90%带动线下回暖
巨子生物	24H1直销（主要为线上）收入同比+70%，占比72%；经销收入同比+34%，占比28%，考虑到创客下滑预计其他经销收入增速可达45%+；线下OTC覆盖药店超过10万家、650家连锁大药店、1500家公立机构、2700家私立机构
毛戈平	24H1线上收入同增63%，占比47%，线下收入同增23%，占比49%
贝泰妮	24H1线上渠道收入同比+16.8%，占比66%；线下渠道收入同比+22.5%，占比26%，OMO渠道收入同比+23.6%，占比8%。
丸美生物	24H1线上渠道收入同比+34.85%，占比84.34%；线下渠道收入同比-1.16%
上美股份	24H1线下渠道收入31.7亿元，占比90.6%，同增145.7%，线下渠道收入3.0亿元，占比8.6%，同增12.0%
福瑞达	24H1线上渠道占比84%，同增2.7%；线下渠道收入同增39%，超过线上
润本股份	24H1线上抖音增长50-60%，天猫增长15%-20%，京东增长10-15%；2) 非平台经销商增长40%+
水羊股份	主要为线上，平台分散；24H1线上淘系/抖音收入为5.74亿元/8.59亿元，同比-24.22%/73.01%，抖音快速增长

1.4 投资主线四：多品牌、多品类发展有利于发挥集团化优势，长期助力跨越周期，关注行业集团化发展趋势

- 多品牌多品类发展是美妆集团化发展的必经之路，有助于跨越终端景气度、盈利能力变化的周期性变化。近年本土品牌在多品牌布局上发力显著，珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物、福瑞达等均成功打造多品牌矩阵，未来本土品牌在多品类扩展上将持续发力，保持护肤、彩妆等核心赛道进攻性，不断突破婴童护理、洗护等赛道，建议关注具备集团化发展趋势标的，如珀莱雅、上美股份、巨子生物等。

图表29：部分上市公司多品牌多品类发展情况

公司	多品牌	多品类
珀莱雅	24H1珀莱雅/彩棠/悦芙缦/OR收入分别为39.8亿元/5.8亿元/1.4亿元/1.6亿元，占比分别为79.6%/11.6%/2.8%/3.2%，对应增速分别为+38%/+41%/+43%/+22%，多品牌打造良好	24H1护肤/彩妆/洗护收入分别41.9亿元/6.7亿元/1.4亿元，占比84%/13%/3%，增速分别为37%/43%/42%，多品类布局领先
巨子生物	24H1可复美/可丽金收入分别为20.7亿元/4.0亿元，占比分别为81.5%/15.6%，增速分别为+69%/+24%，线上发力带动可丽金发力	主要为妆/械护肤品
毛戈平	主要为毛戈平品牌	24H1护肤/彩妆收入分别为8.2亿元/10.9亿元，占比41%/55%，同增35%/44%
贝泰妮	24H1薇诺娜/薇诺娜baby/ZA/泊美收入分别为23.9亿元/1.0亿元/2.4亿元/0.25亿元，占比分别为85%/3.5%/8.6%/0.1%，薇诺娜/薇诺娜baby对应增速分别为+6%/+40%	主要为妆号护肤品，少量彩妆及械号护肤品
丸美生物	24H1丸美/恋火收入分别为9.3亿元/4.2亿元，占比分别为68.8%/31.1%，对应增速分别为+26%/+36%	24H1护肤（丸美）/彩妆（恋火）收入分别为9.3亿元/4.2亿元，占比69%/31%，同增26%/36%
上美股份	24H1韩束/红色小象/一页/一叶子收入分别为29.3亿元/1.7亿元/1.6亿元/1.3亿元，占比分别为83.6%/5.0%/3.5%，对应增速分别为+185%/-8%/173%/-39%，主品牌势能强劲	24H1护肤/母婴收入分别为31.1亿元/3.4亿元，占比89%/10%，同增142%/30%
福瑞达	24H1颐莲/瑗尔博士收入分别为6.5亿元/4.5亿元，占比化妆品业务比重为54%/38%，对应增速分别为+8%/+14%，双品牌齐发展	主要为护肤品，布局洗护、械号护肤
润本股份	主要为润本品牌	24H1婴童护理/驱蚊收入分别为2.9亿元/3.3亿元，占比39%/44%，同增28%/44%
水羊股份	主品牌为御泥坊、伊菲丹，布局大水滴、小迷糊等小品牌	主要为护肤品

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
 请参阅附注免责声明

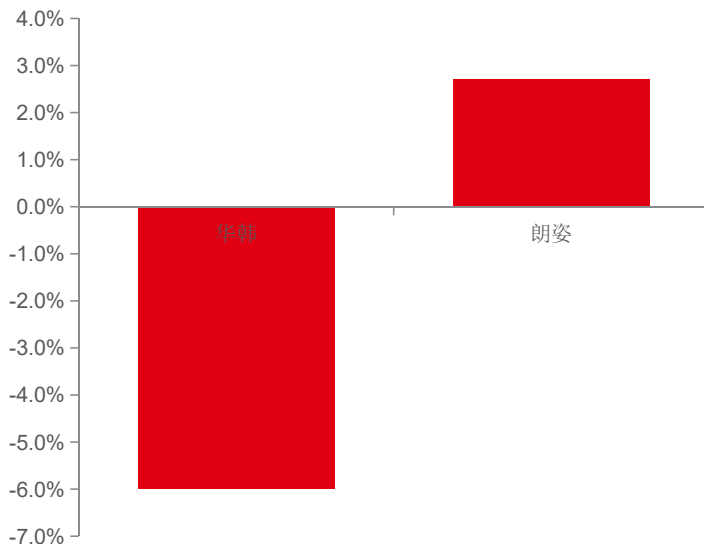
二

医美：把握高景气度赛道，关注新品

2.1 行业回顾：Q2以来景气度有所回落，行业供给加速

- **下游机构景气度回落。**我们统计下游机构，24H1华韩股份实现收入5.4亿元，同比-6.0%，出现下滑；24Q1-Q3朗姿股份旗下医美业务实现收入20.7亿元，同比+2.7%，公司2024Q1收购郑州集美并纳入合并报表，2024Q3收购北京丽都、长沙雅美及湘潭雅美并纳入合并报表，增厚收入。整体而言，下游机构呈现较为明显的景气度回落。
- **奢侈品中国景气度25H2有望改善。**根据贝恩咨询及华丽志，24年全球奢侈品市场预计同比下降2%至3620亿欧元（为08/09年金融危机以来除新冠外首次整体下滑），仅1/3品牌可实现增长；其中中国市场预计下滑20-22%，预计在25H2可迎来复苏。奢侈品消费可作为医美老客消费景气度衡量指标之一，25H2景气度回暖给予医美老客客单价加速提升更强信心；新客获取伴随机构活动及促销方案将贯穿全年。

图表30：代表医美机构收入及增速



图表31：奢侈品集团24年中国所在市场增速

公司	中国所在市场情况
爱马仕	24Q1/H1/Q1-Q3亚洲市场固定汇率下收入端同比增速分别15.7%/11.9%/9.5%，是少数保持持续增长的公司，景气度逐季回落，配货宽松一定程度提振业绩
LVMH	24Q1/Q2/Q3/Q1-Q3亚洲其他市场收入同比增速分别为-6%/-14%/-16%/-12%，24Q1/Q2中国消费者消费整体保持单位数增长，Q2较Q1降速，Q3中国消费者消费下降中等个位数，年初至今中国消费者境外消费贡献比例在40-45%，有所提升
历峰集团	FY25H1（24Q2-Q3）中国内地及港澳销售额同比下降27%

资料来源：wind，中邮证券研究所

资料来源：华丽志，公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 行业回顾：Q2以来景气度有所回落，行业供给加速

图表32：2024年医美新产品情况

类型	名称	注册证编号	批准日期	管理类别	公司	作用
骨修复材料	—	国械注准20233172566	2024年12月	第三类	巨子生物	无机成分为羟基磷灰石，有机成分为大分子多糖，为新骨形成提供支架及与之匹配的微环境
射频皮肤治疗仪	YOUMAGIC	国械注准20243092361	2024年11月	第三类	威脉医疗	射频效应减轻面部轻、中度皮肤皱纹，为高频（6.78MHZ）大功率（175W）设备
聚左旋乳酸微球填充剂	普丽妍童颜	国械注准20243132279	2024年11月1日	第三类	普丽妍	注射鼻唇沟部位真皮层，纠正中至重度皱纹。
医用含聚乙烯醇微球的交联透明质酸钠凝胶	宝尼达	国械注准20243131967	2024年9月29日	第三类	爱美客	本产品适用于成人骨膜上层注射填充以改善轻中度的颞部后缩
注射用透明质酸钠复合溶液	格格针	国械注准20243131359	2024年7月30日	第三类	华熙生物	适用于皮内真皮层注射填充，以纠正成人颈部中重度横纹
药品	利多卡因丁卡因乳膏剂	—	2024年7月30日	药品	科笛	用于皮肤表皮手术的局部利多卡因丁卡因复合表皮麻醉乳膏剂
含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶	Juv é dermULTRA PLUSXC	国械注进20243130412	2024年7月30日	第三类	艾尔建	适用于注射到面部真皮组织的中层至深层部位，以纠正重度鼻唇沟皱纹。利多卡因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛
玻尿酸	Juv é dermVolux	国械注进20243130405	2024年7月24日	第三类	艾尔建	适用于面部骨膜上注射，以改善中度下颌后缩患者的下颌轮廓
注射用氨基酸交联透明质酸钠凝胶	海魅月白	国械注准20243131239	2024年7月10日	第三类	昊海生科	适用于真皮组织中层至深层及皮下组织注射，纠正中度至重度鼻唇沟皱纹，为国内首款具有再生活性的玻尿酸
超声治疗仪	SOG超声倍拉提	湘械注准20242090141	2024年3月4日	第二类	金豪漾光	适用于人体肩颈、腰腹部和四肢部位慢性软组织损伤性疼痛的辅助治疗
注射用A型肉毒毒素	Xeomin®	国药准字 SJ20240010/11	2024年2月23日	药品	麦施商务管理	通过阻截引起肌肉收缩的神经细胞传递功能，使肌肉得以放松，令面部线条平滑，达到改善皱纹及防止新皱纹产生的效果。
聚乳酸面部填充剂	AestheFill	国械注进20243130043	2024年1月17日	第三类	江苏吴中	本产品用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。

资料来源：国家药监局，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

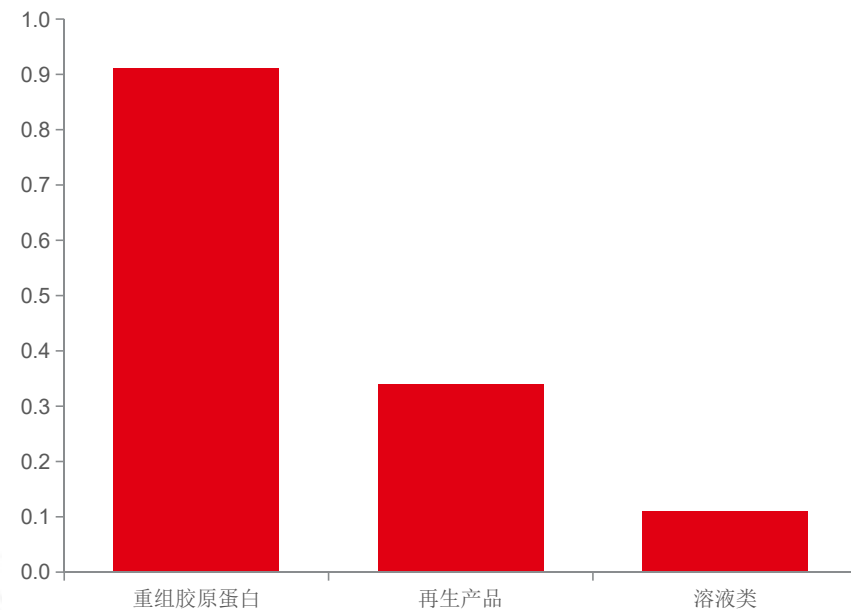
2.2 板块回顾：水光类具备增长韧性，重组胶原蛋白/再生类保持高景气度

- **重组胶原蛋白、再生类仍保持高增长。**我们统计上游5家公司医疗美容业务收入及2家公司归母净利润情况，24Q3爱美客/华东医药欣可丽/华熙生物医美业务/锦波生物/江苏吴中医美业务分别实现收入增速分别为+1%/-5%/微降/+92%/不可比，三季度仅锦波生物保持高增长，24Q1-Q3上市公司收入增速分别为+10%/+10%/+55%以上/+91%/不可比，前三季度均呈现增长势头。从品类来看，重组胶原蛋白保持高景气度，24Q1-Q3保持90%以上增速；再生类产品（华东医药欣可丽+江苏吴中医美）24Q1-Q3合计增长34%，远好于行业，呈现较好增长韧性；受益于合规化及消费降级，水光类产品保持增长韧性，其中爱美客溶液类24Q1-Q3保持低双位数增长。

图表33：医美上游上市公司24年分季度收入及增速

公司	2024H1				2024Q3				2024Q1-Q3			
	收入	Yoy (%)	归母净利润	yoy (%)	收入	yoy (%)	归母净利润	yoy (%)	收入	yoy (%)	归母净利润	yoy (%)
爱美客	16.57	13.5	11.21	16.4	7.2	1.1	4.6	2.1	23.8	9.5	15.9	11.8
华东医药												
—医美	13.48	10.1			5.62	-13.6			19.1	1.9		
—欣可丽	6.18	19.8			2.92	-5.2			9.1	10.3		
华熙生物												
—医美	5.55	70.1			0.75	微降			6.3	55以上		
江苏吴中												
—医美	0.8	NA			1.19	NA			1.99	NA		
锦波生物	6.03	90.6	3.1	182.9	3.9	92.1	2.1	154	9.9	91.2	5.2	170.4

图表34：医美上游分产品类型增速



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：wind，中邮证券研究所

2.3 投资主线：重组胶原蛋白、再生类赛道保持高景气度，单品放量空间仍较大

- **重组胶原蛋白保持高景气度，供给有望增加共同做大市场。**根据预测，24年重组胶原蛋白合规注射厂家规模预计突破10亿元，实现翻倍以上增长，伴随终端降价，人群渗透率及人均使用数量仍具备较大提升空间。当前寡头垄断，未来厂家有望增加共同做大市场，单品放量空间大。
- **再生类保持快速增长，竞争加剧，看好渠道基础良好以及具备差异化的产品。**根据预测，24年再生类产品厂家端预计保持20%左右增长，平均出厂价仍坚挺，受消费景气度以及产品维持周期等因素影响，人群渗透率或变缓；24年新增AestheFill、普丽颜等新品，供给丰富，拥有良好渠道基础以差异化产品特色的产品有望长期制胜。

图表35：上游厂家25年预期产品上新情况

		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E
肉毒素	销量（百万支）	1.7	2.8	3.5	3.9	4.5	6.3
	yoy		64.7%	25.0%	11.4%	15.4%	40.0%
	出厂销售额（十亿元）	1.9	3.0	3.6	3.9	4.6	6.5
	yoy		57.9%	20.0%	8.3%	17.9%	41.3%
玻尿酸	销量（百万支）	3.5	4.5	5.5	6.8	8.7	11.1
	yoy		28.6%	22.2%	23.6%	27.9%	27.6%
	出厂销售额（十亿元）	3.1	3.7	4.8	4.9	6.4	8.2
	yoy		19.4%	29.7%	2.1%	30.6%	28.1%
	溶液类销量占比	3.4%	5.3%	12.5%	18.3%	31.3%	31.1%
	溶液类出厂额占比	1.1%	2.0%	5.1%	9.1%	16.3%	15.8%

资料来源：弗若斯特沙利文，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表36：再生产品及重组胶原蛋白产品市场规模预测

	2022年	2023E	2024E	2025E	23年-25年复合增速
再生产品市场规模（亿元）	超过10	28	33.5	42.0	22%
——人群假设（万）		29		35	10%
人均支数假设（支）		2.5		3	10%
——出厂价假设		3829		4000	2%
注射重组胶原市场规模（亿元）	1.2	4.7	10	19.5	104%
——人群假设（万）		17		50	71%
人均支数假设（支）		4		6	22%
——出厂价假设		700		650	-4%
医美人群（万）		2000		2200	5%
—假设再生产品2%人群覆盖率		1.45%		1.59%	
—假设胶原产品3%人群覆盖率		0.84%		2.27%	

资料来源：中邮证券研究所预测

2.3 投资主线：肉毒玻尿酸等传统赛道规模可观，格局有望重塑，拥有产品创新及深厚渠道布局的品牌有望突围

- **玻尿酸/肉毒毒素规模可观，产品创新不断，格局有望重塑。**根据沙利文数据，2022年肉毒毒素、玻尿酸厂家市场规模分别约82亿元/63亿元，仍是上游较大的品种。玻尿酸竞争激烈，近年来溶液类产品凭借适应症扩宽、水光类高景气度、合规化等多重因素快速发展，占据市场30%左右销量，通过对交联技术创新改善长期使用玻尿酸的馒化等有望实现本土品牌突围，格局持续重塑。24年以来肉毒毒素供给提速，复锐旗下长效肉毒毒素达希斐以及实现常温保存的Xeomin®均已获批，两款产品相较于存量产品具备差异化卖点，25年爱美客代理肉毒毒素有望落地，厂家较强的渠道掌握能力有望助力产品放量，未来肉毒毒素格局有望重塑。
- 关注羟基磷灰石、PDRN(多聚脱氧核糖核苷酸)等新材料研发进展，产品创新有望提振需求。

图表37：上游品牌商未来产品规划

公司	未来产品规划
爱美客	1) 注射用肉毒毒素，处于注册申报阶段，获得受理；2) 米诺地尔搽剂，注册申报阶段，获得受理；3) 利多卡因丁卡乳膏，处于三期临床实验阶段；4) 利拉鲁肽注射液，完成1期临床实验；5) 司美格鲁肽注射液，进入临床实验阶段；6) 重组人透明质酸酶注射液，进入临床实验阶段
锦波生物	1) 研发重组人源化胶原蛋白自交联凝胶；XVII型、V型、VII型胶原蛋白在毛发、口腔、皮肤等领域研究；2) 重组3型人源化胶原蛋白注射用医疗器械获得越南D类医疗器械；3) EK1雾化剂完成临床试验阶段性进展
巨子生物	1) 注射用重组胶原蛋白填充剂获得优先审批；2) 储备注射用重组胶原蛋白凝胶、注射用交联重组胶原蛋白凝胶
华熙生物	1) 自主研发的三类医疗器械胶原蛋白产品预计24H2进入临床阶段
江苏吴中	1) 自主研发：重组胶原蛋白冻干纤维、重组胶原蛋白植入剂、利丙双卡因乳膏和去氧胆酸注射液处于临床前研发；2) 注射用双相交联含利多卡因透明质酸钠凝胶进入临床注册阶段；3) 与东万合作取得对方重组人胶原蛋白原料（完成1型重组胶原蛋白原料备案）独家经销开发权；4) 投资丽徕科技，获得注射用透明质酸钠-多聚脱氧核糖核苷酸(简称“PDRN”)复合溶液产品独家权益，该产品进入临床试验阶段

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

三

投资建议

3.2 盈利预测及投资建议

- 投资建议：** 化妆品板块我们重点推荐三条主线：1) 产品势能强劲+多品牌多品类发力助力跨越周期，业绩高增确定性高的龙头标的，如珀莱雅、巨子生物、毛戈平、丸美生物等；2) 兼具景气度及格局重塑的个护赛道小而美标的，如润本股份、登康口腔等；3) 关注细分市场地位稳固，目前处于调整期，有望改善的标的，如福瑞达、华熙生物、贝泰妮、上海家化等。医美板块行业供给加速，静待消费景气度回暖释放弹性，重组胶原蛋白&再生类仍为增长引擎，玻尿酸/肉毒毒素等格局有望重塑，关注新材料应用。标的上我们重点推荐估值回落+产品布局全的一线龙头爱美客以及胶原蛋白产品25年迎来新进展的巨子生物，关注再生类产品持续放量+产品布局全面的江苏吴中。
- 风险提示：** 行业景气度回落、销售费用持续提升带来盈利能力恶化、新品推广不及预期等。

图表38：重点公司盈利预测及估值

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE (倍)	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	88	349	15.7	19.5	22.2	17.9
300957.SZ	贝泰妮	买入	45	189	7.3	8.7	25.9	21.7
600223.SH	福瑞达	买入	7	72	2.9	3.6	24.9	20.4
688363.SH	华熙生物	买入	54	260	5.3	7.4	48.9	34.9
603983.SZ	丸美生物	买入	34	137	3.5	4.4	38.6	30.8
2367.HK	巨子生物	买入	51	500	19.2	23.3	26.0	21.5
300896.SZ	爱美客	买入	202	611	20.6	24.7	29.7	24.7
603193.SH	润本股份	买入	22	90	3.2	4.0	28.0	22.5
001328.SZ	登康口腔	买入	31	54	1.6	1.9	34.1	27.8
1318.HK	毛戈平	买入	56.45	253.8	9.1	12.0	28.0	21.1

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES