

稳中求变，守正出奇

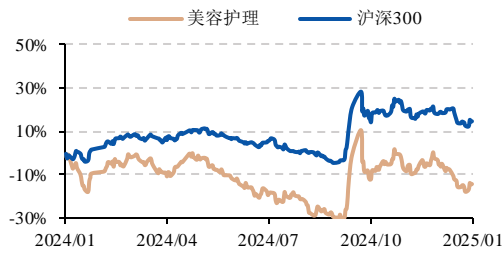
美容护理行业 2025 年度策略

2025 年 01 月 16 日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
美容护理	-12.35	-3.33	-14.17
沪深 300	-3.38	-1.44	15.83

张曦月

分析师

执业证书编号:S0530522020001  
zhangxiyue@hncasing.com

相关报告

- 1 医美专题系列一：重组胶原蛋白赛道高景气延续，先行者前景可期 2025-01-02
- 2 美容护理行业 2024 年 12 月月报：美妆大盘回落，重组胶原蛋白市场热度持续攀升 2024-12-23
- 3 美容护理行业点评：11 月化妆品类社零同比回落，期待政策持续发力 11 月化妆品类社零同比回落，期待政策持续发力 2024-12-18

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
珀莱雅	3.01	28.14	3.82	22.17	4.75	17.83	买入
润本股份	0.56	41.70	0.73	31.99	0.91	25.66	买入
丸美生物	0.65	51.28	0.88	37.91	1.11	29.98	增持
锦波生物	3.39	67.55	7.91	28.93	11.32	20.23	增持

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- 2024 年美护行业复盘：**宏观方面**，据 iFind 数据显示，2024 年 1-12 月份，社会消费品零售总额为 487894.8 亿元，同比增长 3.5%，低于疫情前水平。消费结构上，必选消费韧性犹存，可选消费增长动能明显不足。据 iFind 数据显示，2024 年 1-12 月化妆品类社零同比-1.1%，低于社零整体。**市场表现**，美容护理指数跑输大盘，板块持续性承压。上年度（2024.1.1-2024.12.31）申万美容护理行业累计涨幅为-10.34%，跑输沪深 300 指数 23.01pct，在申万 31 个一级行业中涨跌幅排名第 29 位，较 2023 年提升 2 位。**估值方面**，市盈率持续处于历史低位。截至 2024 年 12 月 31 日，美容护理板块 PE 已下降至 35.53 倍的位置，处于 2012 年以来的后 17.31% 的分位数。
- **化妆品板块回顾，行业竞争持续加剧，马太效应进一步凸显。**1) **竞争格局：市场集中度提升，头部品牌竞争优势进一步扩大。**据青眼情报统计，2024 年 1-11 月，线上 TOP20 品牌市场份额较 2023 年同期提升 2.5pct 至 22.3%。2) **品牌：外资品牌优势犹存，国货龙头加速突围。**据青眼情报统计，2024 年 1-11 月天猫 TOP20 品牌榜单中，外资品牌占据 13 席，国货品牌占据 7 席。其中，国货品牌珀莱雅位居榜单第二位，成为 2024 年 1-11 月线上渠道中第 2 个销售额破百亿的品牌。此外，从品牌增速来看，相较外资品牌，国货品牌增长动能更为强劲。据青眼情报统计，在 2024 年 1-11 月线上渠道美妆类目 TOP20 榜单中，国货品牌平均同比增速为 43.33%，远超外资品牌 17.78% 的平均增速。3) **渠道：淘天大促主流阵地地位稳固，强运营品牌有望持续领跑。**据青眼情报统计，2024 年双 11 大促期间，淘天凭借强大的平台影响力和资源整合能力，以 50.6% 的市场份额大幅领先，成为 2024 年双 11 大促美妆品类最主要的成交阵地。拥有绝对市场占比优势的淘天，不仅是各品牌增强品牌沉淀、获取长期客户的最佳平台，也是品牌纵深发展、精细化运营的更好选择。因此，具备敏锐渠道变革力、强运营力的品牌有望持续领跑线上。4) **投资策略：坚守强势龙头，把握小而美。**建议关注两条投资主线，一是基本盘稳固，品牌势能持续向上的国货龙头；二是具备差异化、高性价比优势，且国货替代空间广阔的

优质标的。

- **医美板块回顾,短期承压不改长期增长趋势,重组胶原赛道高景气犹存。**供给端:积极政策出台叠加行业供给加速,或将为行业持续注入增长动能。需求端,短期承压背景下重组胶原高景气犹存,持续看好重组胶原蛋白赛道中长期机会。**投资策略:**受消费复苏疲软影响,医美赛道景气度有所回落,但短期承压不改长期增长趋势。以重组胶原蛋白、再生为代表的新兴赛道长坡厚雪,蓝海市场广阔。后续随着胶原蛋白产品的不断迭代,以及新型重组胶原蛋白产品的持续突破,重组胶原供需双旺局面大概率延续。再叠加促消费政策进一步落地显效带动消费需求加速释放,持续看好重组胶原蛋白龙头厂商未来的成长空间。
- **投资建议:**整体而言,我们认为,随着更大力度的消费提振政策出台,经济发展动能不断向好,消费者信心有望加速修复。再叠加国货美妆加速崛起,市场竞争格局不断优化,持续看好美妆板块未来成长空间, **维持行业“同步大市”评级。**建议关注:1)深耕婴童护理、驱蚊等细分赛道,始终坚持“大品牌,小品类”的研产销一体化战略,持续满足消费者差异化需求,产品不断推陈出新,成长空间广阔的**润本股份**; 2)管理层调整已基本完毕,多元化业务布局优势凸显,再叠加渠道运营能力,公司经营韧性十足,发展前景可期的国货美妆龙头**珀莱雅**; 3)主品牌-丸美抗衰老心智深入人心,子品牌恋火增长动能强劲,后续随着公司品牌势能不断向上,组织结构持续优化,公司盈利能力有望继续提升的**丸美生物**; 4)作为国内重组胶原蛋白龙头,锦波生物产品稀缺性和先发优势凸显。后续随着产品管线不断丰富、国内外渠道持续拓展,公司业绩或将逐级而上的**锦波生物**。
- **风险提示:**行业政策风险;消费需求增长不及预期风险;行业竞争加剧风险;电商平台流量增速放缓以及流量成本上升风险等。

## 内容目录

<b>1 2024 年美护行业复盘</b> .....	<b>5</b>
1.1 宏观方面：社零延续弱复苏，消费结构有所分化.....	5
1.2 市场表现：美容护理指数跑输大盘，板块持续性承压.....	6
1.3 行业估值：市盈率持续处于历史低位.....	8
<b>2 化妆品板块：行业竞争持续加剧，马太效应进一步凸显</b> .....	<b>9</b>
2.1 竞争格局：市场集中度提升，头部品牌竞争优势进一步扩大.....	9
2.2 品牌：外资品牌优势犹存，国货龙头加速突围.....	10
2.3 渠道：淘天大促主流阵地地位稳固，强运营品牌有望持续领跑.....	13
2.4 投资策略：坚守强势龙头，把握小而美.....	14
2.4.1 投资思路一：基本盘稳固，品牌势能持续向上的国货龙头.....	14
2.4.2 投资思路二：具备差异化、高性价比优势，且国货替代空间广阔的优质标的.....	15
<b>3 医美板块：短期承压不改长期增长趋势，重组胶原赛道高景气犹存</b> .....	<b>15</b>
3.1 供给端：积极政策出台叠加行业供给加速，或将为行业持续注入增长动能.....	15
3.2 需求端：短期承压背景下重组胶原高景气犹存，重组胶原蛋白未来可期.....	17
3.3 投资策略：胶原蛋白赛道高景气延续，持续看好胶原蛋白龙头厂商.....	19
<b>4 投资建议与重点关注标的</b> .....	<b>19</b>
4.1 珀莱雅.....	19
4.2 丸美生物.....	20
4.3 润本股份.....	21
4.4 锦波生物.....	21
<b>5 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：社会零售总额累计同比增速（亿元，%）.....	5
图 2：2024 年 1-12 月社零分项同比增速（%）.....	5
图 3：2024 年 1-12 月社会零售当月同比增速（%）.....	5
图 4：2024 年前三季度美护板块营收情况.....	5
图 5：居民人均可支配收入情况（元，%）.....	6
图 6：消费者信心指数.....	6
图 7：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）.....	6
图 8：申万美容护理子行业年度涨跌幅情况（%）.....	7
图 9：申万一级美容护理行情走势.....	7
图 10：美容护理 PE 情况（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	8
图 11：美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况.....	9
图 12：美容护理板块相对市盈率（中位数，剔除负值）.....	9
图 13：2024 年全国化妆品进口总值变化情况（亿元）.....	10
图 14：2024 年全国化妆品进口总量变化情况（吨）.....	10
图 15：近 5 年全国化妆品进口总额（亿元）.....	10
图 16：近 5 年全国化妆品进口总量（吨）.....	10
图 17：2023 年线上渠道美妆 GMV 销售情况.....	13
图 18：2024 年双 11 各线上渠道美妆 GMV 占比情况.....	13
图 19：2024 年双 11 各线上渠道美妆 GMV 同比情况.....	13

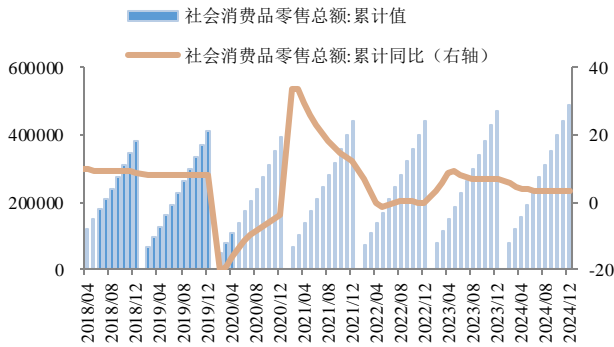
图 20: 巨子生物旗下产品“注射用重组胶原蛋白填充剂”被列入国家重点研发计划医疗器械.....	16
图 21: 江苏聚源上美生物科技有限公司成立.....	16
图 22: 历年 LVMH 集团销售收入情况.....	17
图 23: 2019-2027E 中国胶原蛋白产品市场规模（零售端）.....	18
表 1: 美容护理板块区间涨跌幅.....	8
表 2: 2024 年 1-11 月线上渠道美妆品牌销售情况.....	9
表 3: 2024 年 1-11 月线上渠道美妆类目 TOP20 品牌榜.....	11
表 4: 2023 年线上渠道美妆类目 TOP20 品牌榜.....	11
表 5: 2023-2024 年天猫、抖音美妆双 11 大促 TOP10 榜单.....	12
表 6: 2023-2024 年李佳琦直播间双 11 预售品牌排名.....	14
表 7: 2024 年部分医美新品获批情况.....	16
表 8: 2024 年以来促消费政策.....	17

# 1 2024 年美护行业复盘

## 1.1 宏观方面：社零延续弱复苏，消费结构有所分化

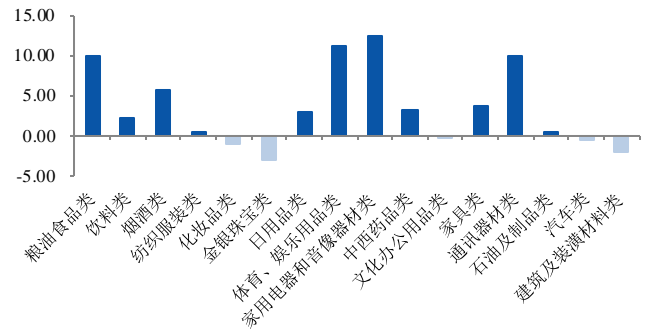
2024 年 1-12 月社零同比增长 3.5%，延续弱复苏态势。据 iFind 数据统计，2024 年 1-12 月份，社会消费品零售总额为 487894.8 亿元，同比增长 3.5%，低于疫情前水平。消费结构上，必选消费韧性犹存，可选消费增长动能明显不足。其中，可选消费中除家用电器、通讯器材等品类受以旧换新等促消费政策驱动增长亮眼，其他品类增速都较为平淡，化妆品、金银珠宝等品类甚至出现了同比负增长。具体来看，据 iFind 数据统计，2024 年 1-12 月份，化妆品社会消费品零售总额为 4356.5 亿元，同比下滑 1.1%，落后于总体社零。逐月来看，化妆品社零仅在大促周期前置的 5 月、10 月份跑赢了总体社零，其余月份均拖累了社零整体，反映出化妆品温和复苏中动力仍显不足。此外，从上市公司经营业绩来看，据 iFind 数据统计，2024 年前三季度，美护板块实现营收 666.47 亿元，同比增长 2.68%；实现归母净利润 77.85 亿元，同比下滑 16.56%，反映出在消费需求不足背景下，美护板块短期增长承压，利润端受部分调整期公司拖累显著下滑，板块内部有所分化。

图 1：社会零售总额累计同比增速（亿元，%）



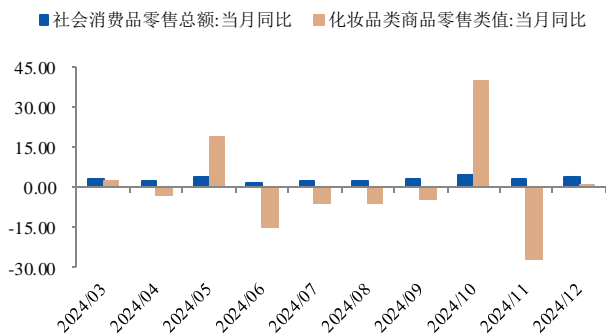
资料来源：iFind，财信证券

图 2：2024 年 1-12 月社零分项同比增速（%）



资料来源：iFind，财信证券

图 3：2024 年 1-12 月社会零售当月同比增速（%）



资料来源：iFind，财信证券

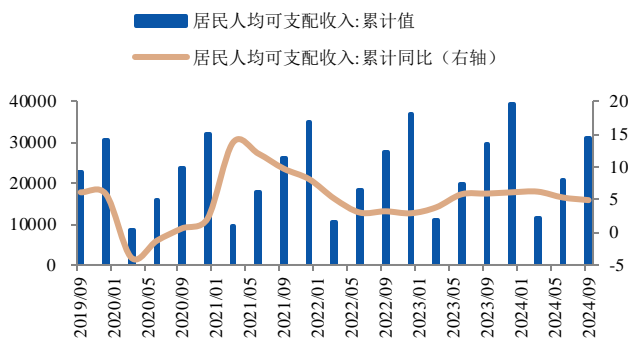
图 4：2024 年前三季度美护板块营收情况

板块名称	美容护理	个护用品	化妆品	医疗美容
营收（亿元）	666.47	253.40	332.74	80.33
营收yoy（%）	2.68	4.67	1.61	1.03
归母净利润（亿元）	77.85	19.54	34.46	23.85
归母净利润yoy（%）	-16.56	-43.92	-8.55	14.81

资料来源：iFind，财信证券

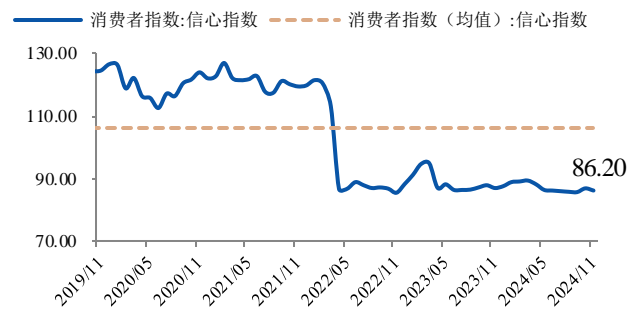
消费者信心指数、消费预期指数皆低于90，仍处在历史低位。从人均收入水平来看，2024年前三季度，居民人均可支配收入累计为30941元，同比增长4.9%，较2019年同期增长35.22%，超过疫情前水平。但从消费信心和消费预期来看，2024年11月，我国消费者信心指数、消费预期指数分别为86.2、87.6，低于2019年以来106.05、108.33的平均水平，与2019年同期的124.6、128.9存在一定差距，消费行为更趋谨慎。此外，从居民储蓄来看，超额储蓄现象仍存。截至2024年12月，我国居民新增储蓄额超14万亿元，仅次于2023、2022年。

图 5：居民人均可支配收入情况（元，%）



资料来源：iFind，财信证券

图 6：消费者信心指数

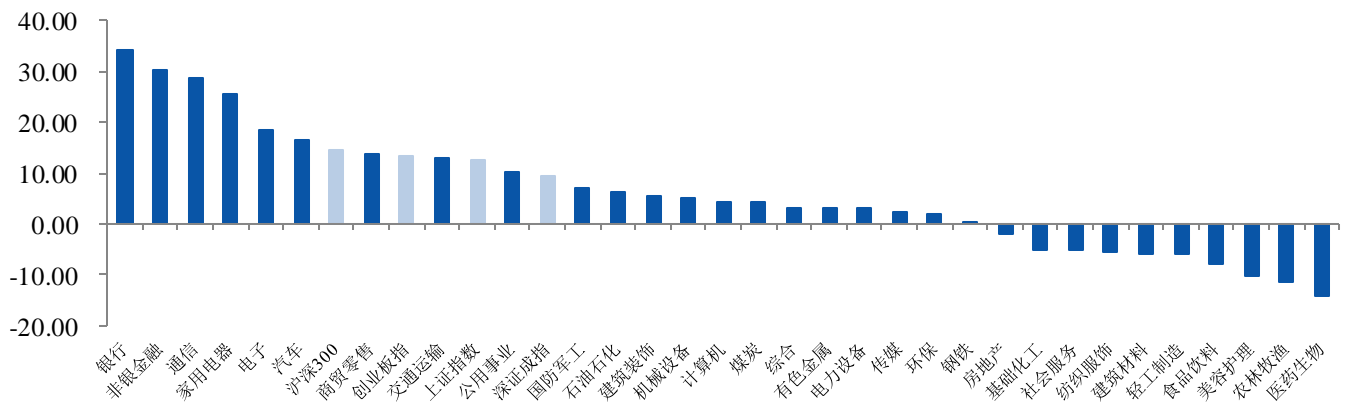


资料来源：iFind，财信证券

## 1.2 市场表现：美容护理指数跑输大盘，板块持续性承压

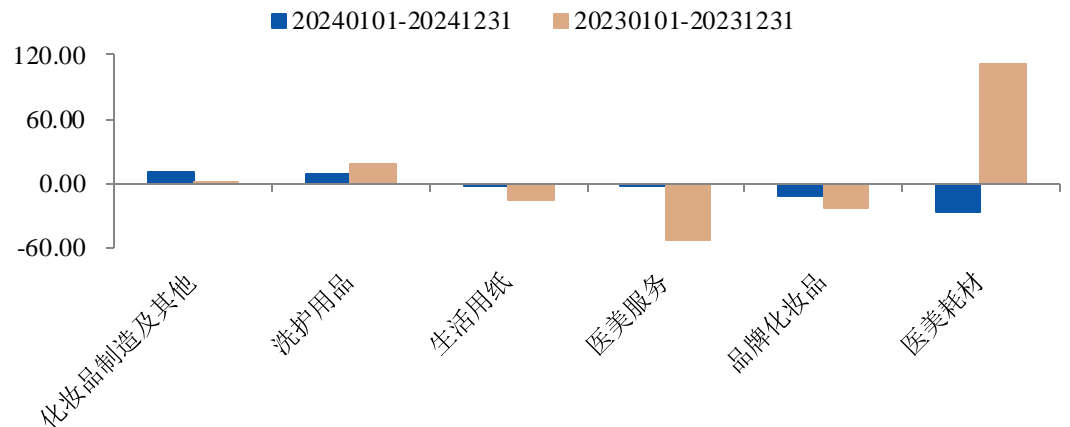
受消费预期偏谨慎等因素影响，美容护理（申万）指数跑输大盘。上年度（2024年1月1日至2024年12月31日，下同），美容护理（申万）指数涨跌幅为-6.47%，分别跑输上证综指、沪深300和创业板指23.01pct、25.02pct和23.57pct，涨跌幅位居申万31个子行业中29名，较2023年同期提升2位。分子行业来看，化妆品制造及其他、洗护用品涨幅居前，分别上涨10.03%、7.8%，生活用纸、医美服务、品牌化妆品、医美耗材涨幅靠后，分别上涨-0.63%、-1.78%、-12.24%、-27.5%。

图 7：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）



资料来源：iFind，财信证券

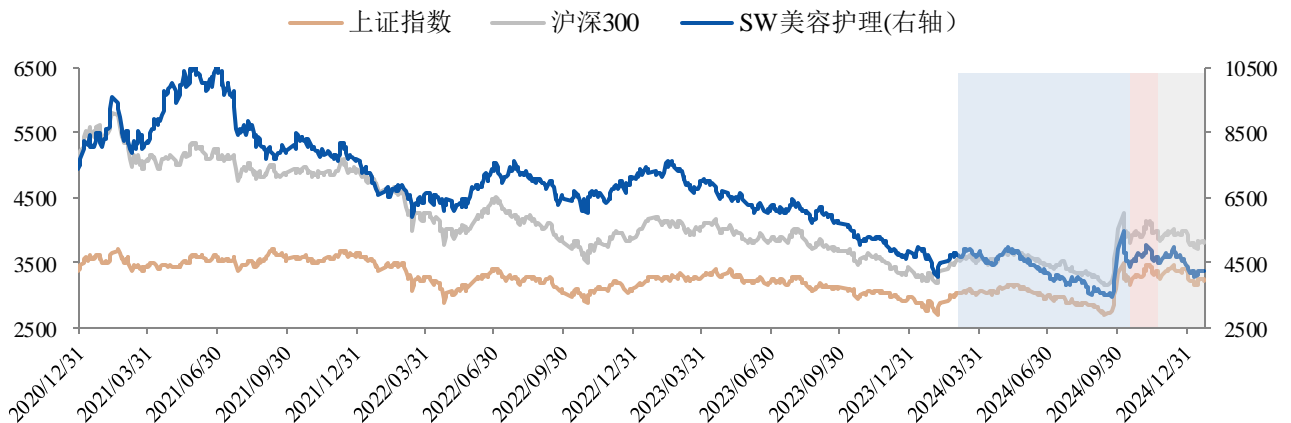
图 8：申万美容护理子行业年度涨跌幅情况（%）



资料来源：iFind，财信证券

市场情绪回归理性，美护板块延续震荡走势。2024年1月至9月中下旬，受终端消费需求疲软、市场情绪相对悲观等因素影响，市场主要呈现震荡下跌趋势。在此期间，美容护理（申万一级）指数下跌接近30%。然而，在9月下旬，随着央行、金融监管局、证监会等部门联合推出了多项超预期的重磅政策，再叠加9月26日政治局会议传递了积极信号，改善市场预期，市场信心得到了极大提振，市场出现普遍反弹。2024年9月23日至2024年11月7日期间，美护板块反弹幅度接近50%。但后续随着市场情绪逐渐回归理性，美护板块延续震荡走势。

图 9：申万一级美容护理行情走势



资料来源：iFind，财信证券

洗护用品板块走势相对稳健，医美服务板块跌幅居前。具体从子板块来看，2024年1月至9月23日，医疗美容、化妆品、个护用品板块均延续震荡下行趋势，跌幅分别为43.11%、28.46%、20.22%。而自2024年9月23日至11月7日，医疗美容、化妆品、个护用品板块跟随大盘走势，出现大幅反弹，涨幅分别为50.76%、56.46%、29.45%。其中，化妆品指数反弹幅度最大，医疗美容次之。后续随着市场情绪回归理性，行情延续震荡。

表 1：美容护理板块区间涨跌幅

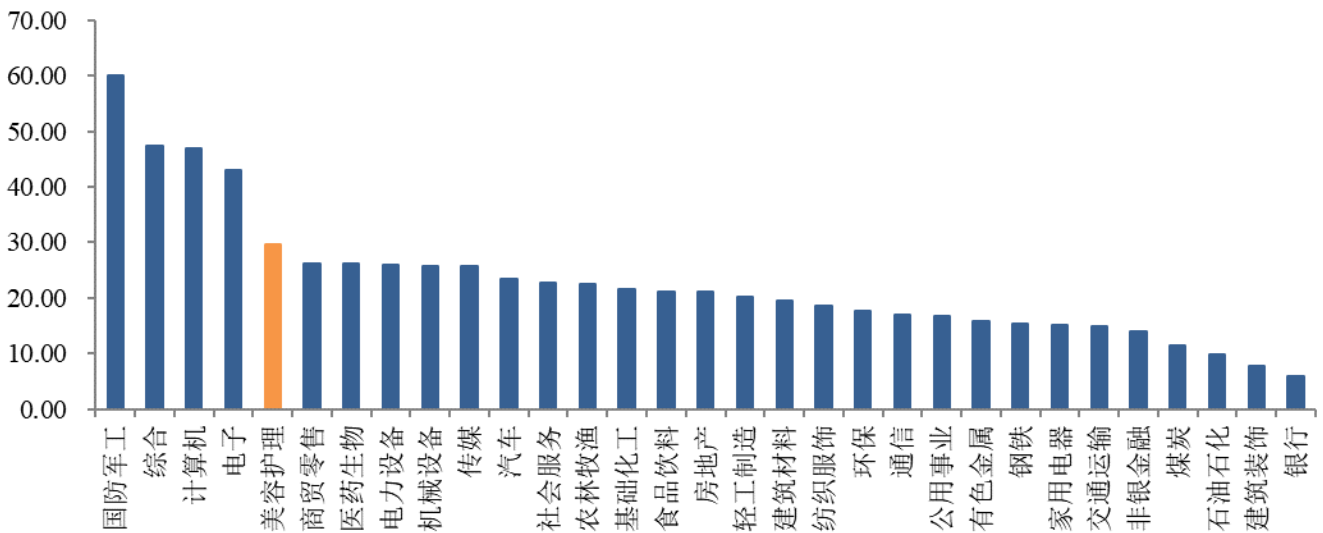
板块	区间涨跌幅		区间涨跌幅	
	起始时间 20240101	结束时间 20240923	起始日期 20240923	结束日期 20241107
	起始时间 20240101	结束时间 20240923	起始日期 20241107	结束时间 20241231
美容护理	-26.99 %	45.13 %	-2.31 %	
● 个护用品	-20.22 %	29.45 %	1.96 %	
洗护用品	-17.34 %	34.35 %	-0.63 %	
生活用纸	-21.50 %	27.27 %	7.8 %	
● 化妆品	-28.46 %	56.46 %	-1.1 %	
化妆品制造及其他	-25.81 %	78.68 %	10.03 %	
品牌化妆品	-31.11 %	34.25 %	-12.24 %	
● 医疗美容	-43.11 %	50.74 %	-21.07 %	
医美耗材	-41.32 %	57.46 %	-27.50 %	
医美服务	-48.48 %	30.57 %	-1.78 %	

资料来源：iFind，财信证券

### 1.3 行业估值：市盈率持续处于历史低位

**横向比较：**截至 2024 年 12 月 31 日，申万美容护理板块市盈率（TTM，中位数，剔除负值）为 35.53 倍，在申万 31 个一级行业中排名第 5 位，相对于沪深 300 溢价 0.76 倍。  
**纵向比较：**按月取值，申万美容护理板块 PE 位于 2012 年以来的后 17.31% 分位，持续处于低位水平；相对沪深 300 的溢价率位于自 2012 年以来的后 19.87% 的分位。

图 10：美容护理 PE 情况（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：iFind，财信证券



图 11：美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况



资料来源：iFind，财信证券

图 12：美容护理板块相对市盈率（中位数，剔除负值）



资料来源：iFind，财信证券

## 2 化妆品板块：行业竞争持续加剧，马太效应进一步凸显

### 2.1 竞争格局：市场集中度提升，头部品牌竞争优势进一步扩大

2024 年以来，随着线上流量放缓、终端消费需求持续承压背景下，美妆行业增长有所放缓。据青眼情报统计，2024 年前 11 个月，淘天、京东、抖音、快手平台 4 个主流线上平台美妆类目（护肤、彩妆香水、身体护理&清洁、洗发护发）总 GMV 超 5093.41 亿元，同比增长 4.67%，较 2023 年同期下滑 3.51 个百分点。与此同时，新参与者加速入局，持续抢占化妆品市场份额，行业竞争明显加剧。据国家药品监督管理局副局长雷平透露，截至 2024 年 7 月底，全国化妆品注册人备案人已突破 2 万家。新品牌的加入，不仅为化妆品行业注入新的活力，也加速了行业内部的优胜劣汰，行业竞争持续加剧。

表 2：2024 年 1-11 月线上渠道美妆品牌销售情况

品牌排名	GMV（亿元）	同比	市场份额
TOP20	1134.45	19.3%	22.3%
TOP21-100	1053.87	12.4%	20.7%
TOP100 以后	2905.08	-2.5%	57%

资料来源：青眼情报

注：线上渠道包括淘天、京东、抖音、快手

此外，头部品牌通过加速产品迭代和品牌推新，进一步夯实了线上市场竞争中的领先地位，先发优势持续扩大。具体从市场规模来看，线上头部品牌的市场规模快速扩张。据青眼情报统计，2024 年 1-11 月，线上 TOP20 品牌 GMV 增长至 1134.45 亿元，同比增长 19.3%，增速远高于线上 TOP20 以后品牌的增速。从各品牌具体增速来看，TOP20 榜单中八成品牌实现同比增长，平均增速高达 26.72%。增速最高的品牌为“后”，同比增速高达 138%。从市场份额来看，头部品牌的市场份额不断提升。据青眼情报统计，2024 年

1-11月，线上TOP20品牌市场份额较2023年同期提升2.5个百分点至22.3%，头部品牌在线上市场竞争中的优势进一步得到巩固。

## 2.2 品牌：外资品牌优势犹存，国货龙头加速突围

2024年以来，受消费预期偏谨慎、行业增长放缓、核污水排海以及行业竞争加剧等因素扰动，多个外资品牌在中国市场预冷。据青眼援引雅诗兰黛最新业绩报告显示，由于中国大陆和香港特别行政区业绩下滑，其亚太地区销售额同比减少11%。据青眼数据援引欧莱雅业绩报告显示，截至2024年9月30日，欧莱雅五大市场中仅有北亚市场(含中国市场)出现负增长，销售额为572.24亿元，同比下滑3.5%，为近5年来欧莱雅在北亚市场的第三次下滑。与此同时，资生堂在中国发展也面临着增长挑战。据青眼援引资生堂2024年第三季度财报显示，中国市场销售额为81亿元人民币，同比下滑了2.4%。

图 13：2024 年全国化妆品进口总值变化情况（亿元）



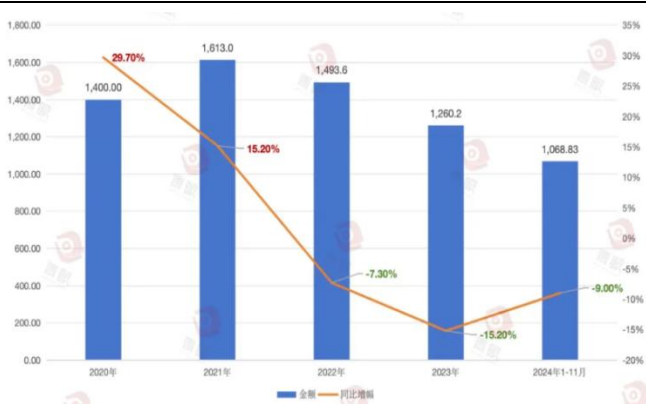
资料来源：青眼

图 14：2024 年全国化妆品进口总量变化情况（吨）



资料来源：青眼

图 15：近 5 年全国化妆品进口总额（亿元）



资料来源：青眼

图 16：近 5 年全国化妆品进口总量（吨）



资料来源：青眼

尽管外资品牌出现下滑，但不可否认的是，外资品牌在中高端市场的地位依旧稳固。据青眼情报统计，在2024年1-11月线上渠道美妆类目TOP20榜单中，外资品牌依旧占据13个席位。其中，欧莱雅以122.07亿元的销售额蝉联榜首，雅诗兰黛、兰蔻等品牌也

位居前列。与此同时,在化妆品行业面临挑战的背景下,国货品牌凭借产品力的不断提升,线上渠道强劲增长,精准营销策略迅速崛起。据青眼情报统计,2024年1-11月国货品牌在TOP20榜单中占据了7个席位,分别为珀莱雅、韩束、谷雨、薇诺娜、自然堂、欧诗漫和可复美,较2023年线上渠道美妆类目TOP20榜单增加1个席位。其中,国货龙头珀莱雅以销售额109.66亿元位居榜单第二,成为第一个销售额破百亿的国货品牌。此外,从品牌增速来看,相较于外资品牌,国货品牌增长动能更为强劲。据青眼情报统计,2024年1-11月线上渠道美妆类目TOP20榜单中,国货品牌平均同比增速为43.33%,远超外资品牌17.78%的平均增速。此外,在线上TOP20榜单中,仅有资生堂、SK-II、兰蔻和雅诗兰黛四个品牌出现同比下滑,分别为-8.6%、-4.4%、-3.5%和-1.8%。

**表 3：2024 年 1-11 月线上渠道美妆类目 TOP20 品牌榜**

排名	品牌	销售额（亿元）	同比增速
1	欧莱雅	122.07	<b>3.5%</b>
2	珀莱雅	109.66	<b>30.9%</b>
3	雅诗兰黛	84.05	-1.8%
4	兰蔻	83.65	-3.5%
5	韩束	79.58	<b>108.3%</b>
6	后	77.82	<b>138%</b>
7	海蓝之谜	54.14	<b>9.4%</b>
8	OLAY	52.84	<b>2.4%</b>
9	SK-II	52.67	-4.4%
10	赫莲娜	45.63	<b>17.4%</b>
11	谷雨	40.66	<b>43.6%</b>
12	薇诺娜	40.42	<b>5.5%</b>
13	自然堂	40.37	<b>21.5%</b>
14	圣罗兰	39.39	<b>7.3%</b>
15	欧诗漫	36.82	<b>15.5%</b>
16	肌肤之钥	35.93	<b>34.2%</b>
17	娇韵诗	35.68	<b>21.5%</b>
18	可复美	35.06	<b>78%</b>
19	修丽可	34.96	<b>15.7%</b>
20	资生堂	33.35	-8.6%

资料来源：青眼情报

**表 4：2023 年线上渠道美妆类目 TOP20 品牌榜**

排名	品牌	销售额（亿元）	同比增速
1	欧莱雅	113.39	<b>4.6%</b>
2	兰蔻	98.5	-3.1%
3	珀莱雅	95.6	<b>36.2%</b>
4	雅诗兰黛	93.71	-15.9%
5	SK-II	60.73	-5.8%
6	玉兰油	60.65	-1.3%
7	海蓝之谜	56.1	<b>3.2%</b>

8	赫莲娜	46.68	<b>41.1%</b>
9	韩束	45.38	<b>164.5%</b>
10	薇诺娜	45.31	-9.9%
11	欧诗漫	41.07	<b>45.3%</b>
12	圣罗兰	40.55	<b>15.7%</b>
13	资生堂	38.83	-10.1%
14	自然堂	35.78	<b>2.8%</b>
15	后	34.91	-20.9%
16	娇韵诗	33.57	<b>15.3%</b>
17	修丽可	33.45	<b>32.7%</b>
18	科颜氏	32.57	-16.5%
19	花西子	32.19	-14.1%
20	肌肤之钥	30.34	<b>4.16%</b>

资料来源：青眼情报发布的《2023年中国化妆品年鉴》，财信证券

对比 2023-2024 年双 11 大促表现来看，尽管外资品牌在 TOP10 榜单中占比领先，但国货龙头珀莱雅连续两年荣登榜首。据青眼情报数据统计，2024 年双 11 大促期间，国货品牌凭借敏锐的洞察力和精准的营销力持续提升品牌声量，在抖音美妆 TOP10 榜单中占据 5 个席位，较 2023 年同期增加 2 个席位；在天猫美妆 TOP10 榜单中占据 2 个席位，与 2023 年同期持平。但值得注意的是，珀莱雅是在 2023 年同期高基数背景上延续增长，天猫平台销售额同增 10%+。与此同时，国货品牌韩束也是延续高增，销售总额同比增长 44%，抖音销售额超 11.07 亿元，龙头地位进一步夯实。此外，入围 2024 年双 11 大促天猫、抖音美妆类目榜单 TOP10 的国货品牌还有薇诺娜、可复美和自然堂。

表 5：2023-2024 年天猫、抖音美妆双 11 大促 TOP10 榜单

排名	抖音美妆		天猫美妆	
	2023 年双 11	2024 年双 11	2023 年双 11	2024 年双 11
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	韩束	韩束	欧莱雅	欧莱雅
3	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	兰蔻
4	海蓝之谜	可复美	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	欧莱雅	雅诗兰黛	薇诺娜	海蓝之谜
6	兰蔻	赫莲娜	海蓝之谜	赫莲娜
7	赫莲娜	海蓝之谜	OLAY	修丽可
8	后	自然堂	修丽可	SK-II
9	SK-II	薇诺娜	赫莲娜	OLAY
10	可复美	兰蔻	娇兰	薇诺娜
<b>TOP10 国货品牌数</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>2</b>

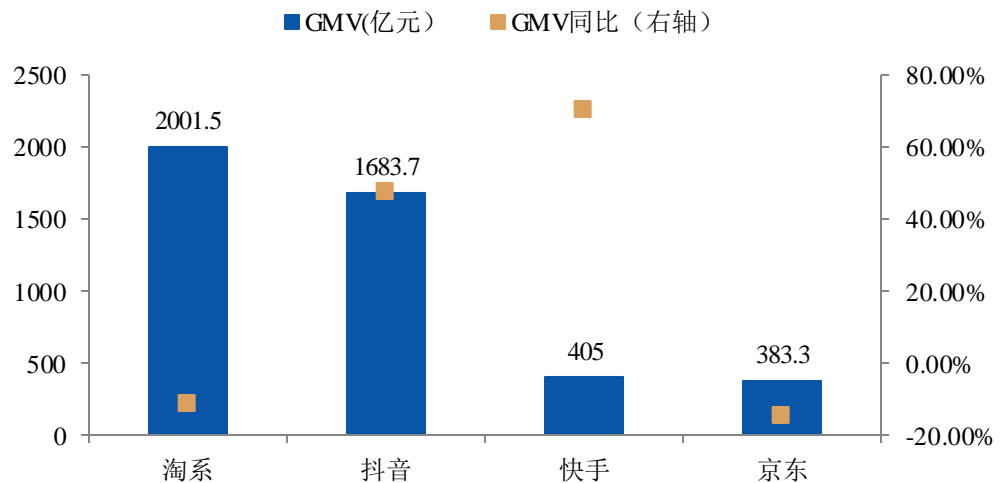
资料来源：青眼情报，财信证券

注：1、取数时间：抖音（2023/10/20-11/11；2024/5/24-6/18；2024/10/20-11/11）；淘宝（2023/10/22-11/11；2024/5/20-6/20；2024/10/8-11/10）；2、排名按照 GMV 大小排序。

### 2.3 渠道：淘天大促主流阵地地位稳固，强运营品牌有望持续领跑

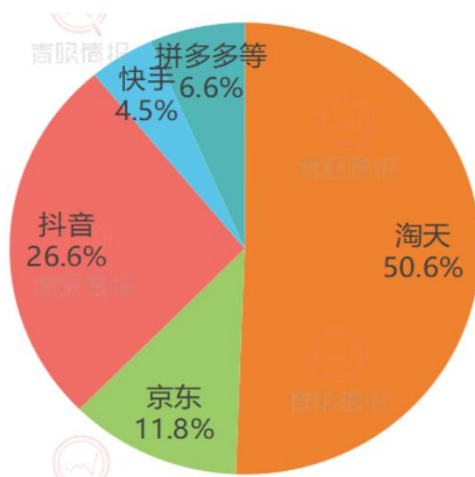
据《2023年中国化妆品年鉴》数据显示，2023年我国化妆品行业整体规模达到7972亿元，同比增长5.2%。其中，线上渠道市场规模为4045.9亿元，占比突破50%，首次超越线下渠道。具体分渠道来看，淘系销售额最高，为2001.5亿元，其次为抖音、快手和京东。其中，从GMV同比增速来看，以淘系为代表的综合电商增长放缓，以抖音、快手为代表的兴趣电商增长强劲。据《2023年中国化妆品年鉴》数据显示，2023年淘系GMV同比下滑11.7%，而抖音平台化妆品销售额增幅达到47%。但2024年以来，随着流量红利见顶，线上市场格局逐渐趋稳，电商平台进入了存量市场主导的阶段，拥有绝对市场占比优势的淘系平台回暖，GMV同比高增。

图 17：2023 年线上渠道美妆 GMV 销售情况



资料来源：青眼情报发布的《2023年中国化妆品年鉴》，财信证券

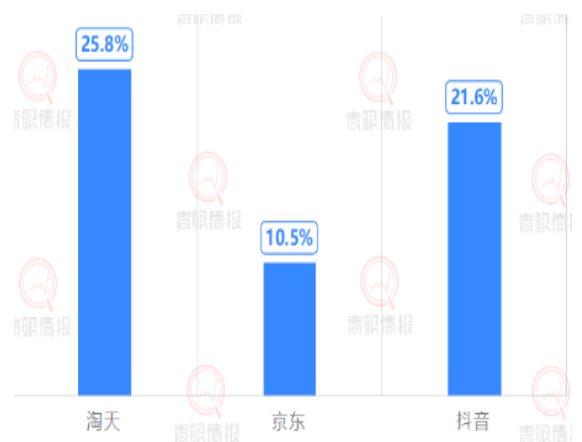
图 18：2024 年双 11 各线上渠道美妆 GMV 占比情况



资料来源：青眼情报

注：1、包括内容：美妆类=护肤+彩妆+香水

图 19：2024 年双 11 各线上渠道美妆 GMV 同比情况



资料来源：青眼情报

注：1、包括内容：美妆类=护肤+彩妆+香水

从2024年双11大促来看,1)市场规模方面,淘天凭借强大的平台影响力和资源整合能力,以50.6%的份额大幅领先,成为2024年双11美妆最主要的成交阵地。据青眼情报数据统计,2024年双11期间,淘天、抖音、京东平台美妆GMV市占分别为50.6%、26.6%、11.8%,淘天平台优势显著。2)GMV同比增速方面,得益于高品质品牌持续加码、以及流量投入加大影响,淘天领跑线上美妆赛道。据阿里巴巴官网显示,淘天平台不仅在满减、立减活动的基础上新增了300亿消费券及红包促消费促成交,还投入百亿购买流量,通过与超200家互联网平台合作,帮助品牌拓展客流,从而吸引了众多品牌的回归。据青眼情报数据统计,2024年双11期间,淘天、抖音、京东平台美妆GMV同比增速分别为25.8%、21.6%和10.5%。3)直播预售方面,外资品牌纷纷加大带货力度,重点押注李佳琦直播间。据青眼情报统计,双11期间,欧莱雅、雅诗兰黛、赫莲娜等多个外资品牌增加了产品链接数量。其中,欧莱雅链接数量从2023年的16个增加至23个,雅诗兰黛链接数量也从2023年的11个增加至16个,赫莲娜、理肤泉、资生堂、肌肤之钥的产品链接也突破了5个。

整体而言,行业增速放缓、流量红利逐步退潮,线上市场格局逐渐趋稳,电商平台整体进入存量市场主导阶段,拥有绝对市场占比优势的淘天,不仅是各品牌增强品牌沉淀、获取长期客户的最佳平台,也是品牌纵深发展、精细化运营的更好选择。因此,具备敏锐渠道变革力、强运营力的品牌有望持续领跑线上渠道。

**表 6：2023-2024 年李佳琦直播间双 11 预售品牌排名**

2023 年				2024 年			
排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌	排名	品牌
1	珀莱雅	11	花知晓	1	可复美	11	娇韵诗
2	欧莱雅	12	薇诺娜	2	欧莱雅	12	卡诗
3	兰蔻	13	理肤泉	3	珀莱雅	13	理肤泉
4	修丽可	14	自然堂	4	兰蔻	14	资生堂
5	娇兰	15	海蓝之谜	5	修丽可	15	薇诺娜
6	可复美	16	优时颜	6	娇兰	16	SK-II
7	雅诗兰黛	17	逐本	7	雅诗兰黛	17	自然堂
8	OLAY	18	夸迪	8	赫莲娜	18	YSL
9	娇韵诗	19	赫莲娜	9	OLAY	19	肌肤之钥
10	卡诗	20	馥蕾诗	10	海蓝之谜	20	优时颜

资料来源：青眼情报

## 2.4 投资策略：坚守强势龙头，把握小而美

### 2.4.1 投资思路一：基本盘稳固，品牌势能持续向上的国货龙头

消费延续弱复苏,但美妆品类凭借低值、高频、相对必选、以及悦己属性,仍具备一定韧性。竞争格局方面,市场集中度不断提升,头部品牌竞争优势不断扩大;品牌方面,外资品牌优势犹存,但国货品牌加速崛起。优质的国货品牌凭借其强产品力、运营力,不

断扩大品牌声量，市场份额持续提升；**渠道方面**，随着线上流量红利退潮，淘天重回大促主流阵地，而国货品牌凭借更为敏锐的渠道洞察力和精细化的平台运营不断抢占线上市场，进一步巩固线上渠道优势。综上，我们持续看好基本盘稳固，品牌势能持续向上，且具备强产品力，精细化运营能力的国货龙头，如珀莱雅、丸美生物等。

#### 2.4.2 投资思路二：具备差异化、高性价比优势，且国货替代空间广阔的优质标的

行业整体增速放缓，行业竞争持续加剧，再叠加理性消费理念不断崛起，具备差异化战略定位和超高性价比的品牌有望在激烈的市场竞争中脱颖而出。以润本股份为例。相较于大众护肤品市场的激烈竞争，婴童护理、驱蚊、精油等细分赛道市场格局相对分散，市场竞争者也相对较少。其中，润本作为其所处细分赛道的龙头企业，以新型驱蚊品类为切入点，迅速拓展至婴童护理品类，截至目前，已形成了婴童护理、驱蚊、精油三大核心系列。一方面，公司利用先发优势，通过持续的品牌建设和产品更新迭代，不断增强品牌势能。另一方面，公司建立了线上销售为驱动的渠道销售网络，充分凸显线上渠道优势，市场份额稳步提升。综上所述，我们持续看好顺应性价比消费趋势，且差异化定位细分赛道，成长空间广阔的优质国货品牌，如润本股份等。

### 3 医美板块：短期承压不改长期增长趋势，重组胶原赛道高景气犹存

#### 3.1 供给端：积极政策出台叠加行业供给加速，或将为行业持续注入增长动能

**政策端**，继 2023 年深圳提出了打造全国领先、全球知名的“医美之都”目标后，深圳发布了《龙华区支持高端医美行业高质量发展若干措施（征求意见稿）》，旨在放宽医美行业准入门槛，鼓励社会资本投资医美产业，以推动高端医美行业高质量发展。此外，2024 年 11 月 20 日，国家药监局标管中心发布《2023 年第三次医疗器械产品分类界定结果汇总》，汇总文件明确了药械管理分类的界定，厘清了过去因为“名不正言不顺”造成的药械合规边界模糊，为医美等消费医疗在药械应用上优化了制度建设，为医美行业提供了更加明确的合规指引，利好行业高质量发展。

**供给端**，上游医美厂商加速推陈出新，差异化新品持续为行业注入增长动能。据国家药监局官网显示，2024 年 9 月，爱美客申报的用于纠正额部后缩的“医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶”（宝尼达二代）和高德美旗下 Q-Med AB 公司申报的“注射用聚左旋乳酸填充剂 Sculptra”（塑妍萃）陆续获批上市。其中，宝尼达作为国内适用于纠正额部后缩适应症的四款玻尿酸产品之一，更是国内首款含 PVA 微球的医美注射材料，在效果持续时间方面具有差异化优势。此外，华熙生物旗下品牌润致，推出了注射用透明质酸钠复合溶液专注颈部皱纹，补充了华熙生物在颈部抗衰领域的空白，进一步完善了面部抗衰矩阵。12 月 5 日，巨子生物旗下产品“注射用重组胶原蛋白填充剂”被列入“国家重点研发计划的医疗器械”，获得优先审批，后续或将加速布局重组胶原医疗器械三类证市场。12 月 6 日，据青眼号外援引国家企业信用信息公示系统信息显示，上美

股份与聚源生物成立了合资公司—江苏聚源上美生物科技有限公司，这次战略联盟标志着国货美妆龙头上美股份正式入局重组胶原蛋白赛道，重组胶原蛋白市场热度持续攀升。

一方面，医美新品的加速获批不仅能够激励下游市场加大营销力度，进一步激发医美消费需求，持续为医美市场注入了活力。另一方面，医美管线获批节奏加速，也反映了监管层对医美行业的整体态度。从深圳龙华区推出的针对医美行业高质量发展的积极政策来看，政策的转向或将持续助力医美上下游企业的发展，有助于医美终端景气度的逐步回暖。

表 7：2024 年部分医美新品获批情况

获批日期	公司	产品名称	适应症
2024.1.17	丽臻生物	聚乳酸面部填充剂 AestheFill	用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。
2024.7.24	艾尔建	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLUX	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。
2024.8.14	艾尔建	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm ULTRA XC	用于注射到面部真皮组织的中层至深层部位，以纠正中度鼻唇沟皱纹。利多卡因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛。
2024.9.30	爱美客	医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶	适用于成人骨膜上层注射填充以改善轻中度的颞部后缩。
2024.9.30	Q-Med AB	注射用聚左旋乳酸填充剂 Poly-L-lactic acid implant for injection	用于真皮深层、皮下层注射，以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷。
2024.10.13	华熙生物	注射用透明质酸钠复合溶液	用于皮内真皮层注射填充，以纠正成人颈部中重度横纹。

资料来源：国家药品监督管理局，财信证券

图 20：巨子生物旗下产品“注射用重组胶原蛋白填充剂”被列入国家重点研发计划医疗器械



资料来源：国家药品监督管理局医疗器械技术审评中心

图 21：江苏聚源上美生物科技有限公司成立



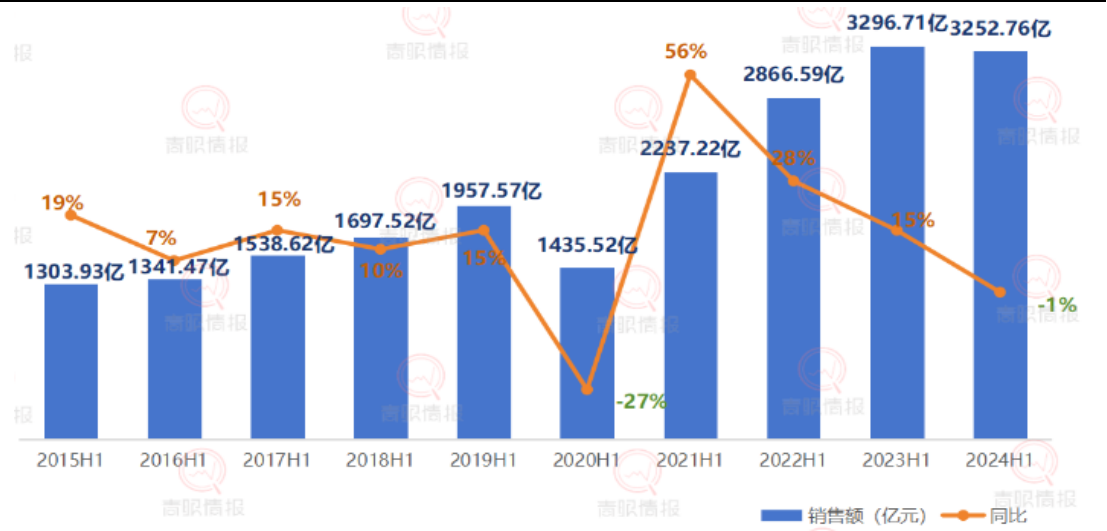
资料来源：天眼查



### 3.2 需求端：短期承压背景下重组胶原蛋白景气犹存，重组胶原蛋白未来可期

受消费复苏疲软与消费预期偏谨慎影响，医美行业短期内承压。根据医美老客消费景气度衡量指标之一奢侈品消费情况来看，据财经网援引 LVMH 集团业绩报告显示，LVMH 集团 2024 年前三季度实现销售额 608 亿欧元，在有机基础上与去年同期基本持平。但具体分地区来看，2024 年前三季度，除日本以外的亚洲其他地区销售收入同比下滑 12%，反映出在当前宏观经济环境下，我国高端消费市场也面临一定的增长压力。但中长期来看，我国医美行业仍处于快速发展阶段，还有较大的扩容空间。据爱美客招股说明书援引弗若斯特沙利文数据预测，2026 年我国医美市场规模将达到 3998 亿元，2030 年我国医美市场规模将达到 6382 亿元，2026-2030 年复合增长率将达到 12.4%。此外，从市场渗透率来看，相较于美国、韩国、巴西、日本等国，我国医美渗透率还相对偏低，存在较大提升空间。

图 22：历年 LVMH 集团销售收入情况



资料来源：LVMH 集团财报，青眼情报

政策层面，促消费政策进一步落地显效，或将带动消费需求加速释放。2024 年被视为推动消费从疫情后的恢复期向持续增长期转变的至关重要之年。2024 年中央经济工作会议更是把“大力提振消费、提高投资效率、全方位扩大国内需求”列为 2025 年九项重点任务之首。这一战略定位不仅预示着消费信心将稳步增强，市场消费的内在潜力也将逐步且持续地得到释放。在此背景下，医美作为情绪消费赛道的“新质消费力”，密切贴合当下的消费趋势，在持续促消费扩内需的政策刺激下，有望展现出较大的增长弹性和潜力。尤其是消费承压背景仍具备高景气的重组胶原蛋白、再生针剂等赛道。

表 8：2024 年以来促消费政策

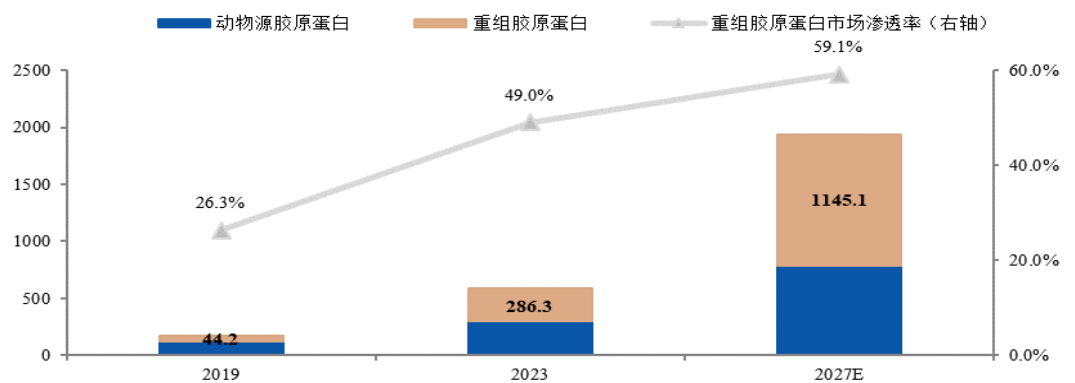
时间	部门	政策	相关内容
2024.3	国务院	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动，大力促进先进设备生产应用，推动先进产能比重持续提升，推

2024.6	国家发改委等	关于打造消费新场景 培育消费新增长点的 措施	动高质量耐用消费品更多进入居民生活，畅通资源循环利用链条，大幅提高国民经济循环质量和水平。 要求围绕居民吃穿住用行等传统消费和服务消费，培育一批带动性广、显示度高的消费新场景，推广一批特色鲜明、市场引领突出的典型案例，支持一批创新能力强、成长性好的消费端领军企业加快发展，推动消费新业态、新模式、新产品不断涌现，不断激发消费市场活力和企业潜能。
2024.7	国务院	关于促进服务消费高质量发展发展的意见	扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点，为经济高质量发展提供有力支撑。
2024.7	国家发改委、财政部	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干 措施	加力支持消费品以旧换新。支持地方提升消费品以旧换新能力；提高汽车报废更新补贴标准；支持家电产品以旧换新；落实废弃电器电子产品回收处理资金支持政策。

资料来源：中国政府网，财信证券

相较于发展历史相对悠久，技术壁垒低且产品同质化高的玻尿酸市场，胶原蛋白、再生等新兴赛道还处于发展初期，具有应用范围广，竞争者寡，准入门槛高等特点，拥有广阔的成长空间。与此同时，随着消费者对医美产品认知的不断深化，消费者不再局限于以价格为衡量标准，而是更加注重产品的品质、效果和安全性。因此，在这样的消费趋势下，拥有卓越生物活性和相容性的重组胶原产品脱颖而出，展现出显著的优势。此外，在整体消费疲弱背景下，高端消费客群的韧性更为凸显。同时，随着行业竞争加剧，为拓宽利润空间，医美机构也愈发倾向于推广定位高端、具有差异化竞争优势的高端产品，从而使得重组胶原、再生针剂等高端产品需求不断提升。据弗若斯特沙利文数据预测，2027年，我国重组胶原蛋白零售端市场规模将达到 1145 亿元，2023-2027 年的 CAGR 预计为 41.45%，重组胶原蛋白赛道高景气大概率延续。

图 23：2019-2027E 中国胶原蛋白产品市场规模（零售端）



资料来源：弗若斯特沙利文发布的《重组 III 型螺旋胶原蛋白白皮书(2024)》，财信证券

### 3.3 投资策略：胶原蛋白赛道高景气延续，持续看好胶原蛋白龙头厂商

受消费复苏疲软影响，医美赛道景气度有所回落，但短期承压不改长期增长趋势。以重组胶原蛋白、再生为代表的新兴赛道长坡厚雪，蓝海市场广阔。其中，重组胶原蛋白凭借着高拉伸强度、生物降解性、低抗原活性、低刺激性、低细胞毒性等特性，在皮肤护理、医药领域，以及其他领域中均有着广泛的应用场景。后续，随着成熟胶原蛋白产品的不断迭代，以及新型重组胶原蛋白产品持续突破，重组胶原供需双旺局面大概率延续。再叠加促消费政策进一步落地显效带动消费需求加速释放，持续看好重组胶原蛋白龙头厂商的成长空间。

## 4 投资建议与重点关注标的

整体而言，我们认为，随着更大力度的消费提振政策出台，经济发展动能不断向好，消费者信心有望加速修复。再叠加国货美妆加速崛起，市场竞争格局不断优化，持续看好美妆板块未来成长空间，**维持行业“同步大市”评级**。我们建议持续关注以下三条投资主线：1) 基本盘稳固，品牌势能持续向上的国货龙头，如珀莱雅、丸美生物等；2) 具备差异化、高性价比优势，且国产替代空间广阔的优质标的，如润本股份；3) 医美行业整体仍处于红利期，虽然短期内受消费需求不足扰动，医美渗透率提升逻辑短期内有所弱化，但中长期来看，市场渗透率提升、合规化率提升、国产替代率提升仍是行业的核心驱动力量没有改变。建议关注消费承压背景下，高景气的重组胶原龙头锦波生物等。

### 4.1 珀莱雅

**主品牌产品矩阵不断完善，品牌势能持续向上，持续兑现高质量增长。**2024年以来，主品牌珀莱雅坚持深耕“大单品策略”，针对“红宝石系列”和“源力系列”核心大单品进行升级，“源力面霜 2.0”首次将全球独家创新成分“XVII 型重组胶原蛋白”应用其中，进一步巩固了品牌在基底膜修护抗初老领域的专业性；“红宝石精华 3.0”将中国美妆领域首款专利环肽新原料与专研双 A 组合结合，采用独家胶原自启科技，实现进阶抗皱。与此同时，为填补油皮防晒市场的空白，珀莱雅还推出了盾护防晒、光学系列，进一步拓展了其在提亮和防晒领域的布局，产品矩阵不断完善。2024 年双十一期间表现更为亮眼，珀莱雅品牌在天猫、抖音、京东国货美妆三平台排名第一，国货龙头地位稳固。

**子品牌持续放量，持续为公司贡献增长动能。**子品牌彩棠持续夯实面部彩妆大单品矩阵，进一步发力底妆赛道。2024 年，彩棠陆续推出了透明蜜粉饼、匀衡柔光气垫、干皮粉霜、争青唇冻等单品，产品矩阵不断拓展；OR 持续深化“亚洲头皮健康养护专家”心智，持续提升大单品市场渗透率，不断种草破圈；悦芙媞持续深化“油化护肤专家”的品牌认知，并联名 IP Loopy 推出了一系列限定款，精准定位目标客群，各子品牌增长动能强劲。

公司管理层换届完成,组织架构调整完毕,期待新团队后续表现。新任总经理侯亚孟重新搭建了组织架构,并官宣了原上美股份 CTO 兼全球首席科学家黄虎担任珀莱雅首席科学官,期待全新团队后续表现。

考虑到珀莱雅核心管理层调整已基本完毕,多元化业务布局优势凸显,再叠加强渠道运营能力,公司经营韧性十足,持续看好公司作为国货美妆龙头的成长空间。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 110.65/135.34/163.09 亿元,归母净利润分别为 15.16/18.82/22.02 亿元, EPS 分别为 3.82/4.75/5.56 元。维持公司“买入”评级。

## 4.2 丸美生物

作为“重组胶原蛋白护肤”的领军企业,丸美生物科研实力雄厚,双胶原蛋白核心优势显著。目前,公司已经构建了基础研究中心、中试实验中心、应用开发中心、医学检测中心、技术支持中心、开放创新中心六大研发平台,实现了“基础研究-原料开发-原料生产-配方研究-生产智造-检验检测-功效评测”七位一体全链路协同创新模式构建,积淀了深厚的科技实力。截至 2024 年中中期,公司累计获得授权专利 318 项,其中获得授权发明专利 210 项;公司围绕创新原料与技术,发表高水平论文 7 篇,主导或参与 10 项标准制订,其中《化妆品行业绿色工厂评价规范》《护肤品产品碳足迹评价导则》《化妆品原料重组可溶性胶原蛋白》等团体标准均已成功发布实施。重组胶原方面,2021 年,公司发布了与人体自身胶原蛋白的功能结构域氨基酸序列 100%一致“重组人源化胶原蛋白”,并展现了多重优势:1) 公司通过“翻译暂停”专利技术对基因序列和蛋白活性进行优化,实现了更高效的活性胶原蛋白表达;2) 公司的重组双胶原蛋白与天然胶原蛋白呈现出高度相似的三螺旋结构,以 1:1 配比嵌合 I 型和 III 型胶原蛋白,具备更稳定、更安全,更有活性的特点,且分子量超小为 27.3KD,更容易透皮吸收;3)“C-PRO 扣环加固技术”+羟基化酶专利,提升稳定性,加强了皮肤支撑性。2024 年,公司更是健全完善了重组功能蛋白规模化产线建设,实现包括重组双胶原 2.0 和重组弹性蛋白等核心活性蛋白原料的高效表达和产品应用。

差异化打造爆品,多元化布局驱动发展。旗下主要品牌有“丸美”、“恋火”和“春纪”,以差异化的品牌定位,满足不同消费者需求。其中,“丸美”品牌成立于 2002 年,聚焦眼部护理、深耕抗衰,主要定位的是中高端客群。2024 年上半年,公司主品牌丸美实现营收 9.3 亿元,同比增长 25.87%。其中,新推出的胶原小金针精华 2.0GMV 销售同比增长 105.97%,丸美天猫旗舰店 TOP5 核心单品销售占比 69%,产品集中度进一步提升。综合而言,公司通过大力发展胜肽小红笔、胶原小金针大单品及双胶原、四抗等大套组,供应链规模优势得到较好体现,品牌毛利率持续提升;第二品牌“恋火(passion love)”实现营收 4.17 亿元,同比增长 35.83%,延续高增。作为新锐彩妆品牌,恋火始终坚守高质极简底妆心智,做易用、好用和超级品质的产品,始终打磨及完善“看不见”、“蹭不掉”两大系列单品,并稳步推进品牌建设。2024 年 618 年中大促期间,恋火品牌更是霸榜天猫粉底液热卖榜、热销榜 TOP1,抖音粉底液、气垫榜 TOP1;“春纪”品牌,主要以食萃科研、敏肌适用为理念,定位大众化功能性护肤。

考虑到公司主品牌丸美基本盘夯实，第二品牌恋火增长动能强劲，后续随着公司产品心智不断加强，组织结构持续优化，公司盈利能力有望继续提升，持续看好公司中长期发展。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 28.02、34.76、42.14 亿元；归母净利润分别为 3.54、4.44、5.22 亿元；对应 EPS 分别为 0.88、1.11、1.30 元。维持公司“增持”评级。

### 4.3 润本股份

**深耕驱蚊及婴童护理赛道，公司市场份额持续提升。**公司主要从事个人护理类、驱蚊类产品的研发、生产和销售。目前，公司已形成驱蚊系列、婴童护理系列、精油系列三大核心系列产品，并在浙江义乌新建基地，持续扩充产能和完善产品管线，逐步成长为驱蚊和婴童护理领域的优秀国货企业。

**产品矩阵不断拓展，高性价比产品持续满足差异化需求。**公司以新型驱蚊品类为切入点，迅速拓展至婴童护理品类，产品矩阵不断丰富。婴童护理方面，2024 年，公司不仅针对婴童晒后补水、修复需求，推出了积雪草系列夏季新品，还进一步拓展了防晒场景，推出了公司第一款儿童防晒产品；驱蚊方面，公司聚焦新一代驱蚊产品，以电热蚊香液、驱蚊液为基本盘，针对不同场景、时效和功能需求推出了多款电热蚊香液，不断优化用户体验；精油方面，公司以植物草本物质作为萃取、提炼而出的植物精油成分，制作出了植物精油香圈、香茅香薰盒、精油贴等多款产品。与此同时，公司还高度重视产品安全，依托世界级品牌的研发力量，共创研发实验中心，潜心专研产品配方，打造专业高品质牌心智。

**建立了以线上销售为驱动的全渠道销售网络，多维度触达终端消费者。**公司以线上渠道为核心，持续提升在天猫、京东、抖音等电商平台的市场份额，并积极拓展线下渠道，与大润发、沃尔玛/山姆会员店、711、名创优品等 KA 渠道以及 WOW COLOUR 等特通渠道达成了合作，线上线下相融合的全渠道销售网络不断完善。

公司深耕婴童护理、驱蚊等细分赛道，始终坚持“大品牌，小品类”的研产销一体化战略，持续满足消费者差异化需求，产品不断推陈出新，成长空间广阔。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.41/17.05/21.33 亿元，归母净利润分别为 2.97/3.66/4.54 亿元，EPS 分别为 0.73/0.91/1.12 元。维持公司“买入”评级。

### 4.4 锦波生物

**公司围绕生命健康新材料和抗病毒领域，打造国家级“专精特新”小巨人企业。**锦波生物成立于 2008 年，是一家应用结构生物学、蛋白质理性设计等前沿技术，围绕生命健康新材料和抗病毒领域，系统性从事功能蛋白基础研究，并运用合成生物学等方法实现功能蛋白的规模化生产的高新技术企业，同时也是国家级“专精特新”小巨人企业。目前，公司主营业务为以重组胶原蛋白产品和抗 HPV 生物蛋白产品为核心的各类医疗器械、功能性护肤品的研发、生产及销售，并建立了从上游功能蛋白核心原料到医疗器械、功能

性护肤品等终端产品的全产业链业务体系。2018-2023 年，公司营收由 1.28 亿元提升至 7.8 亿元，2018-2023 年复合增长率为 40.14%；归母净利润由 0.44 亿元提升至 3 亿元，2018-2023 年复合增长率为 43.33%。2024 年前三季度，公司实现营收 9.88 亿元，同比增长 91.16%；归母净利润 5.20 亿元，同比增长 170.42%；扣非归母净利润 5.11 亿元，同比增长 178.14%。

**公司深耕功能蛋白赛道，多元化布局优势凸显。**公司业务主要涵盖了医疗器械、功能性护肤品、以及原料三大业务板块，具体来看：1) 医疗器械：主要以 A 型重组人源化胶原蛋白为核心成分的植入剂产品（三类械）和医用敷料产品（二类械）。其中，就植入剂方面，公司推出的自主品牌“薇旖美”为公司核心品牌，更是国内首款获批的三类医疗器械品牌，主要用于面部真皮组织填充以纠正额部动力型皱纹，如眼周鱼尾纹、眉间纹、额头纹等。2024 年上半年，公司医疗器械板块营收为 5.31 亿元，同比增长 91.84%，营收占比为 88%；2) 功能性护肤品：一方面，公司围绕大客户需求，定向开发原材料并研发具备特定功能的护肤品。另一方面，立足于自身创新材料建设优势，公司陆续推出了“ProtYouth®”、“肌频®”、“重源®”等多个品牌；3) 原料：目前公司的原料包含高端医疗植入剂、医疗外用级、化妆品级原材料，客户覆盖了国内多个医疗器械及化妆品生产企业。据美妆产品观获悉，2023 年，锦波生物与欧莱雅达成战略合作，首次进入欧莱雅供应链体系，为其提供重组胶原蛋白原料。据锦波生物微信公众号获悉，2024 年 11 月，公司获得了越南主管当局颁发的一项 D 类医疗器械注册证，海外业务布局不断拓展。

**产研深度融合，铸就核心技术护城河。**一方面，公司旗下产品-重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维，是我国首个采用重组人源化胶原蛋白制备的三类医疗器械，具有显著的产品优势：1) 安全性高，氨基酸序列重复单元与人体 III 型胶原蛋白核心功能区一致，不含非人胶原蛋白氨基酸序列，无免疫原性；2) 精准的 164.88° 三螺旋结构与水溶性完美平衡，可以组装成胶原蛋白纤维网，构成人体细胞外基质(ECM)成分，对受损组织、细胞起到连接、支撑作用，并提供良好的细胞外基质环境，使受损组织得到修复、重塑；3) 首次利用合成生物技术实现了具有高级结构的 A 型重组人源化胶原蛋白的规模化生产。另一方面，公司已自主形成了蛋白结构研究及功能区筛选技术、功能蛋白高效生物合成及转化技术、功能蛋白标准化注射剂研究平台、功能蛋白多维度评估 BSL-2 实验室及临床前应用平台五大核心技术平台，产学研优势深度融合。此外，公司还先后与复旦大学、四川大学、重庆医科大学第二附属医院成立相关联合研究中心，持续研究病毒进入抑制原理、推进不同类型胶原蛋白的空间结构及功能位点的解析，储备更多具备不同特点的功能性蛋白。截至 2024 年 6 月末，公司已完成了包括 I 型、III 型、XVII 型等重组人源化胶原蛋白的主要研究，并在皮肤科、骨科、外科、泌尿科、妇科、口腔科等领域持续开展应用研究。

考虑到公司作为国内重组胶原蛋白龙头，产品稀缺性和先发优势凸显。后续随着产品管线不断丰富、国内外渠道持续拓展，市场份额有望持续提升，公司业绩或将逐级而上。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 14.03、19.99、26.06 亿元；归母净利润分别为 7、10.02、13.22 亿元；对应 EPS 分别为 7.91、11.32、14.94 元。维持公司“增持”评

级。

## 5 风险提示

行业政策风险；消费需求增长不及预期风险；行业竞争加剧风险；电商平台流量增速放缓以及流量成本上升风险等。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

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，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其他渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438