

产品势能为王，新供给释放活力

——美容护理行业2024年投资策略

行业投资评级：强大于市

李媛媛 分析师 S1340523020001

化妆品&医美行业负责人

中邮证券研究所

中邮证券

2023年12月20日

- 行情回顾：年初至今申万美护指数下跌32%，显著跑输上证综指，板块滚动PE从年初约44倍下探至30倍，8月以来估值深度回落。板块回落主要在于宏观经济景气度带来行业需求承压，龙头公司前期估值较高，业绩放缓趋势下估值大幅回落，带来超跌。
- 化妆品：23年行业弱复苏，1-11月化妆品限额社零+4.7%，抖音成为主要增长引擎，前三季度国内上市品牌商收入平均增速为9.1%，好于外资品牌，行业格局优化，龙头有所分化。展望24年，行业需求或将价稳量增实现加速，本土品牌从渠道+营销驱动进入产品+治理驱动，国货势头不减，品牌商销售费用率高位边际向上空间有限。我们重点看好：1) 具备良好产品势能的品牌，粘性单品+创新新品推动增长，具备高性价比产品有望跑赢市场；2) 彩妆复苏，面部底妆引领增长，具备底妆基因的本土品牌有望持续突破；3) 线下渠道出现分化，本土品牌低基数，有望抢占线下市场。我们重点推荐珀莱雅、福瑞达，巨子生物，持续看好润本股份、登康口腔、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、水羊股份、上海家化等。
- 医美：23年行业复苏明显，季度节奏差异大，上游厂家增速远高于下游，行业格局优化；拥有胶原蛋白、再生产品等厂家维持高增长。展望24年，胶原类、再生类、水光类产品维持高景气度，拥有相关产品布局厂家有望持续提升份额，重点推荐爱美客，巨子生物，关注美丽田园健康、江苏吴中等。
- 风险提示：行业景气度不及预期；竞争格局恶化；新品推进不及预期。

目录

- 一 | 化妆品：产品势能为王，彩妆线下未来可期
- 二 | 医疗美容：新供给释放活力，关注重组胶原蛋白、水光、再生类产品
- 三 | 盈利预测及投资建议

—

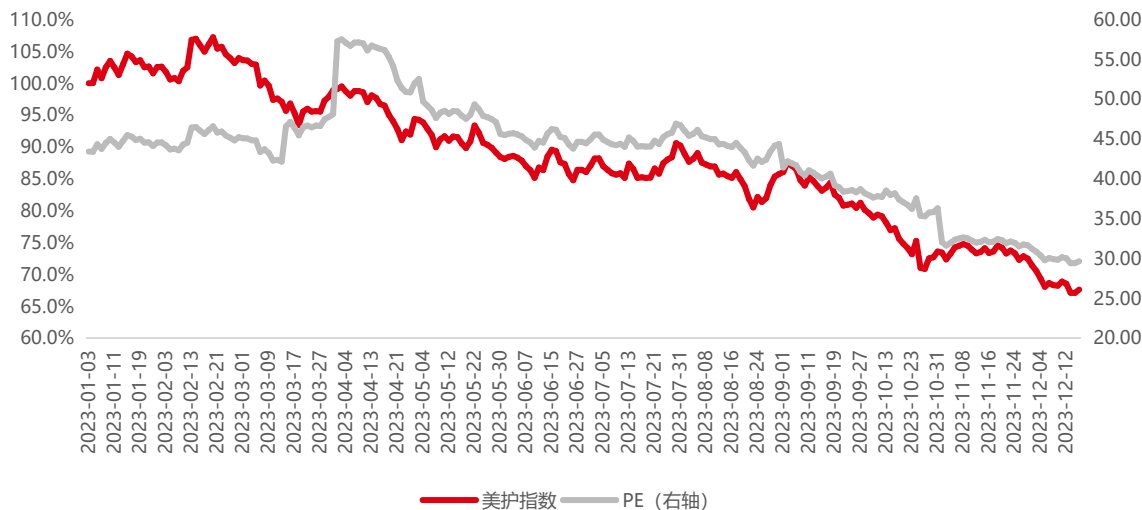
化妆品：产品势能为王，彩妆线下未来可期

- 行业回顾：需求弱复苏，格局改善，销售费用率提升
- 行业展望：需求加速，国货势头不减，销售费用率向上空间有限
- 投资主线：产品势能为王，彩妆线下未来可期

1.1 行情回顾：美护指数显著跑输大盘，板块估值回落至30倍+，锦波生物、江苏吴中、科思股份大幅跑赢板块指数

■ 年初至今（截止23年12月15日）申万美护指数下跌32%，显著跑输上证综指，板块滚动PE从年初约44倍下探至30倍，8月以来行业估值深度回落。从个股来看，贝泰妮、华熙生物、爱美客龙头标的跌幅较高，锦波生物、科思股份、水羊股份、江苏吴中超额收益显著。我们认为，今年板块回落主要在于宏观经济景气度带来行业需求承压带来的戴维斯双杀，龙头公司前期估值较高业绩放缓趋势下估值回落更为显著，带来超跌。

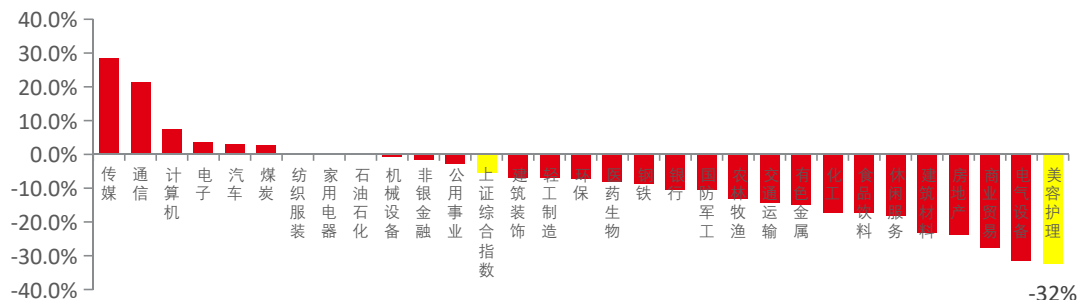
图表2：年初至今申万美容护理指数以及动态PE涨跌情况



资料来源：同花顺，中邮证券研究所（2023年12月15日）

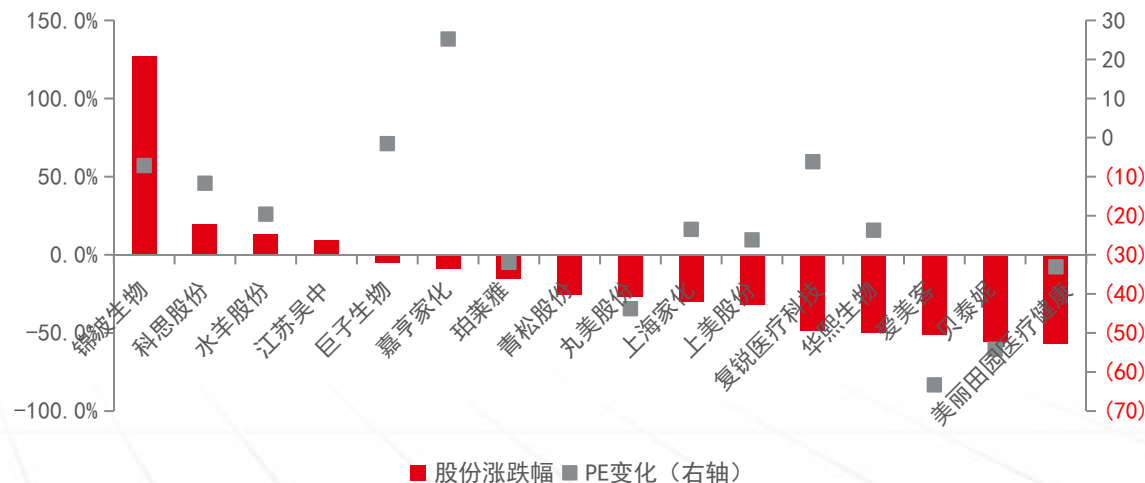
请参阅附注免责声明

图表1：年初至今申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：同花顺，中邮证券研究所（2023年12月15日）

图表3：年初至今重点公司涨跌幅以及动态PE变化

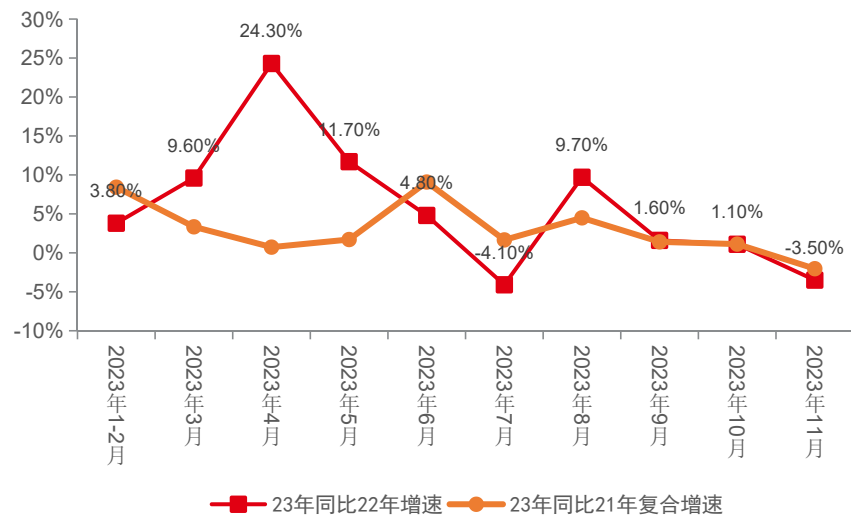


资料来源：同花顺，中邮证券研究所(江苏吴中，青松股份PE值为负，时间为2023年12月15日)

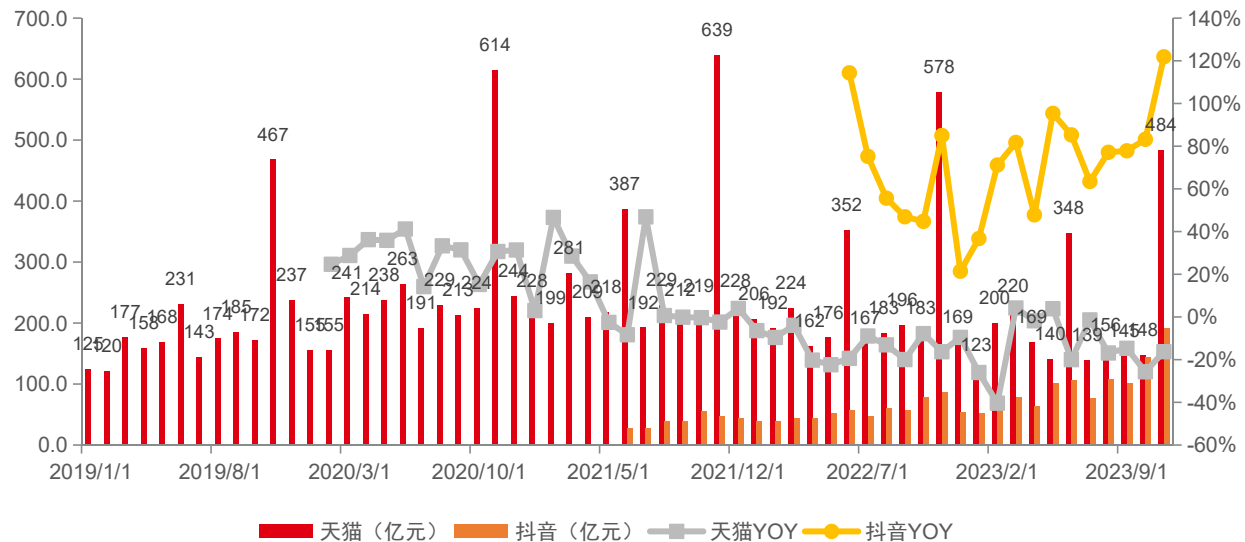
1.1 行业回顾：需求弱复苏，1-11月社零同增4.7%，抖音保持高增长

- **化妆品需求弱复苏。**根据国家统计局数据，2023M1-11化妆品行业限额社零为3843亿元，同比增长4.7%，同期全行业社零增速为7.2%，高于化妆品增速，其中23Q3化妆品行业限额零售额增速为3.0%，较前两个季度有所回落，10-11月景气度进一步回落。居民收入、消费者库存、大促降低行业价格等因素影响需求复苏节奏。
- **抖音维持高景气度。**根据萝卜投资数据，化妆品行业（护肤品+彩妆）淘系2023M1-11实现GMV为2270亿元，同比-13.3%，淘系流量持续承压，其中23Q3实现GMV为440亿元，同比下降19.3%；2023M1-11抖音渠道GMV达1087亿元，同比增长81.0%，抖音渠道持续高景气度，其中23Q3抖音渠道实现GMV为284亿元，同比增长73.5%；两者合计23M1-11增速为4.3%，略低于同期社零增速。

图表4：2023年1-11月限额社零增速情况



图表5：美妆行业21M7-23M11天猫、抖音GMV以及增速情况



1.1 展望：22年以来价格触底，抖音线下等重日销渠道以及品牌推高趋势有望带动反弹，动销调整近3年，增量人群、场景化需求驱动理性量增

- **量：**量增底层逻辑在于低龄人口增加（年轻增量人群，以5年维度看平均每年600万+低龄增量用户）、人均使用量提升（类目功效渗透提升使用频率）以及消费者库存阶段性影响需求。根据我们假设推演预计人口及人均消费件数均有提升，其中：1）18年-20年年轻用户快速渗透、功效性产品刺激需求带来数量增长；2）21年以来受行业大促赠品增加、促销囤货、出行场景减少影响消耗量等因素影响，消费者库存增加，影响量增。经过3年调整期，我们认为社会库存去化接近尾声、低龄增量人群持续涌入、出行等场景化需求常态化，行业有望回归理性量增，考虑到当年人均使用量仍处于低位（若以115元/瓶单价测算则适龄女性人均使用量为7.2件/年），行业未来增长空间大。
- **价：**价格变化在于品类结构、品牌结构以及促销政策。18年-21年行业高端化趋势明显，20年-21年以天猫为主的平台通过精华、眼霜等高客单价品类推广以及国际大牌线上放量提升整体均价；22年以来平台大促压价、强功效高性价比产品盛行以及居民可支配收入变化等多因素下行业价格提升乏力。展望24年，我们认为价格向上概率更高：1）平台大促增长乏力，日常价与大促价定价相差10-15%左右，边际向下空间不大；2）抖音、线下等渠道重日销，可平滑价格曲线；3）各品牌推高卖新趋势不变，且高单价面霜品类有望提升占比拉高均价。

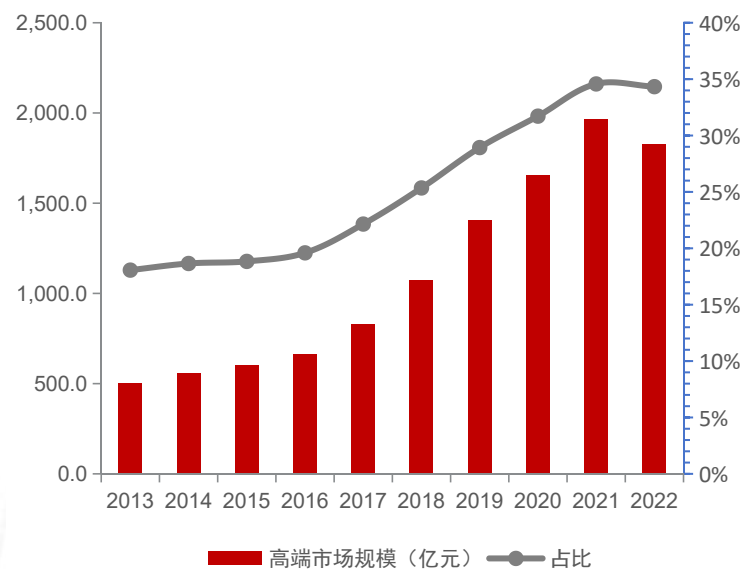
图表6：以欧睿数据为例护肤品增长量价分析

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023E	17-22年复合增速
护肤品市场规模（亿元）	1881	2131	2449	2700	2936	2763	2880	
YOY		13.25%	14.50%	10.25%	8.74%	-5.89%	4.23%	8.00%
线上规模（亿元）	442	556	740	964	1098	1133	1201	
线下规模（亿元）	1439	1575	1709	1736	1838	1630	1679	
—假设线下均价（元）	108	113	119	119	119	119	119	
YOY		5.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
—线下销量（亿件）	13	14	14	15	15	14	14	
—假设线上均价（元）	90	90	90	99	109	109	107	
YOY		0.00%	0.00%	10.00%	10.00%	0.00%	-2.00%	
—线上销量（亿件）	5	6	8	10	10	10	11	
合计均价YOY		3.0%	2.2%	2.4%	3.6%	-0.3%	-1%	2.10%
合计销量YOY		10.1%	12.5%	7.7%	4.9%	-5.6%	5.23%	5.70%
—人口（万）	31326					33264		1.20%
—人均消费（件）	5.8					7.2		4.50%

资料来源：欧睿数据，国家统计局，中邮证券研究所（标红数据为假设）

请参阅附注免责声明

图表7：中高端品牌市场规模及份额变化



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图表8：以双抗为例双十一价格体系

时间	产品定价及赠品
2020年	239元/30ml，送7.5ml 基本无折扣，单位价格6.4元/ml
2021年	239元/30ml，送7.5ml*4，主推30ml，单位价格3.9元/ml
2022年	1) 319元/50ml，送7.5ml*8=60ml，单位价格2.9元/ml。 2) 259元/30ml，送7.5*4=30ml+双抗面膜7片 大力推50ml，kol控货
2023年	319元/50ml，送替换装50ml，单位价格3.2元/ml，价格及赠品与上年边际变化不大，但KOL价格优势不显著，全渠道活动期间价格均较低

资料来源：天猫旗舰店，中邮证券研究所

1.1 行业回顾：本土上市品牌商23Q1-Q3以9.1%增速略跑赢大盘，内部出现分化，珀莱雅、巨子生物等表现高增长

- 我们统计10家品牌商数据（巨子生物、上美股份因港股标的无季报数据，润本股份为新股不纳入统计），23Q1/Q2/Q3/Q1-Q3上述品牌商实现收入83.2/100.7/80.2/264.0亿元，较去年同期变动率分别为+8.8%/+15.9%/+3.5%/+9.1%，整体好于社零增速，其中珀莱雅、丸美股份实现30%+高增长；23Q1/Q2/Q3/Q1-Q3上述品牌商实现归母净利润分别为11.3/12.9/8.6/32.8亿元，较去年同期变动率分别为+12.6%/+31.4%/-16.6%/+8.8%，23Q3整体受销售费用率拖累业绩下滑，尤其是华熙生物、上海家化（多业务/多品牌逆境调整难度高）、敷尔佳下滑较多。

图表9：2023Q1-Q3本土品牌商及原料代工厂收入/归母净利润及增速情况（单位：亿元）

公司	2023Q1				2023Q2				2023Q3				2023Q1-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
贝泰妮	8.6	6.7%	1.6	8.2%	15.0	21.2%	2.9	17.1%	10.64	25.77%	1.29	5.66%	34.31	18.51%	5.79	11.96%
华熙生物	13.1	4.0%	2.0	0.0%	17.7	5.4%	2.2	-18.1%	11.46	-17.26%	0.9	-56.03%	42.21	-2.29%	5.14	-24.07%
巨子生物	—	—	—	—	16.1	63.0%	6.7	52.3%	—	—	—	—	—	—	—	—
珀莱雅	16.2	29.3%	2.1	31.6%	20.1	46.2%	2.9	110.4%	16.22	21.36%	2.46	24.24%	52.49	32.47%	7.46	50.60%
上海家化	19.8	-6.5%	2.3	15.6%	16.5	3.3%	0.7	269.2%	14.62	-10.82%	0.93	-40.12%	50.91	-4.91%	3.94	25.83%
上美股份	—	—	—	—	15.9	25.7%	1.0	54.5%	—	—	—	—	—	—	—	—
水羊股份	10.5	0.0%	0.5	23.8%	12.4	7.6%	0.9	119.1%	10.88	-4.68%	0.38	4.03%	33.77	1.04%	1.8	51.36%
丸美股份	4.8	24.5%	0.8	21.5%	5.8	34.1%	0.5	0.8%	4.77	46.10%	0.43	1366.83%	15.36	34.34%	1.74	44.84%
敷尔佳	—	—	—	—	5.0	7.1%	1.9	-0.8%	4.71	-5.47%	1.83	-37.26%	13.39	1.86%	5.36	-17.33%
福瑞达	4.7	12.9%	1.3	95.5%	8.2	10.2%	0.8	2.7%	6.9	19.58%	0.37	85.00%	21.59	15.95%	1.56	24.89%
润本股份	—	—	—	—	—	—	—	—	2.44	0.91%	0.61	15.75%	8.24	20.90%	1.81	37.47%
品牌商	83.2	8.8%	11.3	12.6%	100.7	15.9%	12.9	31.4%	80.20	3.50%	8.59	-16.60%	264.03	9.13%	32.79	8.76%
科思股份	5.9	42.4%	1.6	175.9%	6.0	47.9%	1.9	114.2%	5.84	36.28%	1.86	73.06%	17.74	42.07%	5.36	110.99%
青松股份	4.0	-42.2%	-0.5	21.3%	5.3	-27.7%	-0.1	86.0%	5.17	-28.79%	-0.02	—	14.41	-32.73%	-0.64	—
嘉亨家化	2.2	-14.7%	0.1	-70.6%	2.3	10.7%	0.1	-16.4%	2.84	-6.35%	0.13	-42.53%	7.29	-4.51%	0.26	-45.84%
原料及代工厂	12.0	-11.2%	1.2	735.7%	13.6	1.2%	1.8	13434.4%	13.85	-5.01%	1.97	转正	39.44	-5.06%	4.98	111.02%

备注：巨子生物、上美股份为港股不披露季报，Q2数据用23H1代替；润本股份为新股无23Q1、23Q2数据；福瑞达数据用福瑞达医药代替

1.1 行业回顾：外资品牌23Q1-Q3欧莱雅中国以7.7%增速领跑，雅诗兰黛、资生堂承压，全球大众品好于高端品，彩妆表现优于护肤

- 欧莱雅中国以7.7%增速跑赢大盘，雅诗兰黛及资生堂中国增长承压。欧莱雅北亚地区23Q1/23Q2/23Q3/23Q1-Q3分别增长1.9%/5.90%/-4.8%/1.3%，北亚地区继续受到旅游零售业政策调整影响，欧莱雅在中国大陆美容市场复苏承压情况下仍维持7.7%的增长；雅诗兰黛亚太市场23Q1/23Q2/23Q3/23Q1-Q3分别同比-0.9%/+29.4%/-6.4%/+6.4%，主要受中国大陆美容市场复苏低于预期影响，中国香港受惠于边境开放、旅游恢复及实体店客流量恢复几乎所有品类销售额增长一倍；资生堂中国市场23Q1/23Q2/23Q3/23Q1-Q3分别同比-2.9%/+20.3%/-9.1%/+3.6%，Q3承压主要系市场情绪疲软及核污水排放导致中国消费者减少购买日本产品导致，电商渠道受影响最大。
- 大众品牌《高端品牌，彩妆》护肤势头不减。欧莱雅23Q1-Q3大众品/高端品/医学美容增速分别为14.5%/6.1%/28.7%，大众品在欧美高通胀、全球经济增长乏力背景下连续两年双位数高增长，医学美容全球势头不减，连续三年实现约30%高增长；雅诗兰黛23Q1-Q3护肤/彩妆/香水增速分别为-16.1%/3.2%/3.5%，在公司调整过程中彩妆仍表现较强韧性，出行以及社交场景促进彩妆消费。此外，23Q1-Q3 LVMH 美妆香水有机增长为12%，高于欧莱雅高端品以及雅诗兰黛增速，高端市场格局有所波动。

图表10：2023Q1-Q3外资品牌集团分地区收入情况

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3
欧莱雅（单位：亿欧元）	欧洲（yoy）	33.3（16.0%）	31.6（20.8%）	32.5（16.2%）	97.4（17.6%）
	北美（yoy）	26.9（16.6%）	26.4（9.7%）	29.8（11.8%）	83.1（12.6%）
	北亚（yoy）	28.3（1.9%）	18.2（5.9%）	20.5（-4.8%）	77.0（1.3%）
雅诗兰黛（单位：亿美元）	美洲（yoy）	10.9（-3.4%）	10.7（-0.5%）	12.1（7.6%）	33.7（3.6%）
	欧洲、中东及非洲（yoy）	14.7（-25.9%）	12.5（-15.3%）	12.5（-25.6%）	39.8（-22.8%）
	亚太（yoy）	11.9（-0.9%）	13.0（29.4%）	10.6（-6.4%）	35.5（6.4%）
资生堂（单位：亿日元）	日本（yoy）	617（8.4%）	635（8.9%）	665（6.3%）	1917（7.3%）
	中国（yoy）	532（-2.9%）	774（20.3%）	474（-9.1%）	1780（3.6%）
	旅游零售（yoy）	386（-3.7%）	389（-4.2%）	311（25.0%）	1086（-9.65%）

资料来源：wind，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表11：2023Q1-Q3外资品牌集团分产品类型收入情况

		2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q1-Q3
欧莱雅（单位：亿欧元）	大众化妆品（yoy）	38.2（14.7%）	38.7（15.4%）	37.7（13.4%）	114.6（14.5%）
	高档化妆品（yoy）	37.3（6.5%）	35.6（8.6%）	35.0（3.2%）	107.9（6.1%）
	专业美发产品（yoy）	11.4（7.6%）	11.7（7.7%）	11.1（8.7%）	34.2（8.0%）
	皮肤医学美容（yoy）	16.9（30.6%）	16.0（27.3%）	16.3（28.1%）	49.1（28.7%）
雅诗兰黛（单位：亿美元）	护肤（yoy）	19.2（-19.8%）	17.9（-4.7%）	16.4（-22.2%）	53.5（-16.1%）
	彩妆（yoy）	10.9（-2.3%）	11.1（11.6%）	10.6（1.1%）	32.6（3.2%）
	香水（yoy）	5.9（-1.0%）	5.5（4.6%）	6.4（4.9%）	17.7（3.5%）
	护发（yoy）	1.5（1.4%）	1.6（5.1%）	1.5（-6.3%）	4.6（0.0%）

资料来源：wind，中邮证券研究所
备注：欧莱雅医学主要为理肤泉、薇姿、修丽可、适乐肤

1.1 展望：行业竞争格局持续改善，产品&性价比驱动本土品牌崛起，份额提升将从渠道驱动-营销渠道-研发驱动-治理驱动

■ 23年本土品牌+超高端份额持续提升。根据欧睿数据，17年-22年TOP30品牌中本土品牌整体份额稳定，内部有所分化，珀莱雅、薇诺娜、敷尔佳份额提升显著（考虑到华熙巨子福瑞达等未反应，若考虑线上占比高品牌实际整体提升）；23年以来，珀莱雅、可复美、韩束得益于抖音、天猫良好表现份额持续提升；外资品牌中超高端品牌如修丽可、HR、娇韵诗、娇兰份额提升，雅诗兰黛、兰蔻、Olay、巴黎欧莱雅等中高端品牌大促表现乏力，排位难维持，日系品牌如资生堂、SK2受核污水事件影响双十一排位大幅下降，行业格局持续优化，本土品牌崛起势头不减。

■ 我们认为23年本土品牌份额提升主要受益于：1) 产品势能效应强，粘性高，如珀莱雅、可复美；2) 高性价比，一定的产品背书，符合特定年龄段人群功效需求，如韩束、谷雨、HBN等。过去本土品牌份额提升经历渠道渠道、营销渠道，未来将以研发驱动以及公司治理驱动拉长生命周期。

图表12：2022年-2023年双十一榜单变化

抖音			天猫		
TOP10品牌	1-11月GMV (亿元)	同比增速	23年双十一TOP10	排位变化	22年双十一TOP10
韩束	28.5	706%	珀莱雅	3	欧莱雅
欧莱雅	25.1	264%	欧莱雅	-1	雅诗兰黛
珀莱雅	21.3	237%	兰蔻	0	兰蔻
雅诗兰黛	19	168%	雅诗兰黛	-2	珀莱雅
极萌	17.6	225%	修丽可	5	玉兰油
海蓝之谜	16.4	243%	薇诺娜	0	薇诺娜
兰蔻	16.2	310%	海蓝之谜	2	SK-2
赫莲娜	15.6	585%	玉兰油	-3	资生堂
觅光	14.2	90%	赫莲娜	2	海蓝之谜
花西子	13.7	150%	娇兰	2	修丽可

资料来源：青眼情报，天猫美妆，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表13：近年本土新锐品牌情况

品牌	成立时间/22年营收	代表单品及定位
HBN	18年/20亿-40亿	1) 熊果苷发光水149元/120ml；2) 视黄醇晚A霜359元/ 50g
谷雨	16年/20亿-40亿	1) 光果甘草水乳套装去黄提亮 352元/水乳霜；2) 光感水乳淡斑 399元/水乳霜
至本	12年/10亿-20亿	1) 舒颜修复套装 216元/2件 2) 特安修护套装 206元/2件
溪木源	19年/10亿-20亿	1) 层孔菌控油舒缓水乳 249元/3件；2) 层孔菌油痘肌舒缓 199元/3件

资料来源：聚美丽，天猫旗舰店，中邮证券研究所
(备注：营收规模来自聚美丽预估)

图表14：护肤品TOP品牌年度份额变化

品牌	2017	2018	2019	2020	2021	2022	份额变化
L'Oréal Paris	4.1	4.1	4.5	5.1	5.3	5.7	1.6
Lancôme	2.5	3	3.7	4.7	5.1	5.6	3.1
Estée Lauder	2.4	2.9	3.6	4.4	4.8	4.6	2.2
Pechoin	4.4	4.5	4.5	4.1	3.8	3.5	-0.9
Olay	2.9	3.1	3.4	3.2	3	3.3	0.4
Chando	3.3	3.4	3.4	3.1	3	2.7	-0.6
Proya	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	2.5	1.4
Winona	0.6	0.8	1.1	1.4	1.7	2.4	1.8
SK-II	1.1	1.6	1.9	2.3	2.4	2.3	1.2
La Mer	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1	2.2	1.6
Shiseido	0.6	0.8	1	1.3	1.5	1.5	0.9
Mary Kay	3.6	3	2.3	1.7	1.4	1.3	-2.3
Guerlain	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3	1.3	0.7
Kiehl's	0.7	0.7	0.9	1	1	1.2	0.5
La Roche-Posay	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	0.6
Clarins	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	1.1	0.6
Inoherb	1.1	0.9	0.7	0.6	0.7	1	-0.1
Whoo	0.7	0.8	1	1.3	1.5	1	0.3
L'Occitane	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	1	0.4
CPB	0.3	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9	0.6
Aupres	1.1	1	1	1	0.9	0.9	-0.2
Sulwhasoo	0.4	0.5	0.6	0.8	1	0.9	0.5
Dior	0.7	0.8	0.8	0.9	1	0.9	0.2
KanS	1.2	1.1	0.8	0.9	1.1	0.9	-0.3
HR	0.1	0.1	0.3	0.4	0.6	0.9	0.8
Marubi	1.1	1.1	1	1	0.9	0.8	-0.3
Nivea	1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8	-0.2
Voolga	0	0	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Herborist	1.9	1.7	1.6	1	0.9	0.8	-1.1
欧美系	23.9	25	27.9	31.2	33.3	35.4	11.5
日韩系	4.2	4.5	4.9	5.8	6.5	6.2	2
本土系	16.3	16.2	16.4	15.5	15.4	15.8	-0.5

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所
备注：欧美系、日韩系、本土系统计34个头部品牌，华熙生物、巨子生物、福瑞达数据未体现

1.1行业回顾：行业销售费用率提升拖累整体盈利能力，中端定位品牌商毛利率承压，板块净利率微降

- 我们统计10家品牌商数据（巨子生物、上美股份因港股标的无季报数据，润本股份为新股不纳入统计，福瑞达因无福瑞达医药财务数据不纳入统计），23Q1-Q3上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别变动率为+0.8pct/+1.5pct/-0.1pct/+0.2pct，归母净利率下降0.1pct至12.9%；其中23Q3上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别变动率为+1.9pct/+4.0pct/-0.7pct/+0.2pct，归母净利率下降2.9pct至11.2%；整体而言，23Q3销售费用率上升拖累板块利润率，大众品牌毛利率有所提升，产品升级持续。

图表15：2023Q1-Q3本土品牌毛利率、期间费用率变动情况

	2023Q1					2023Q2					2023Q3					2023Q1-Q3				
公司	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
贝泰妮	-1.7%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.3%	-1.3%	1.9%	0.1%	0.9%	-0.7%	2.2%	-0.3%	0.2%	1.6%	-2.3%	-0.4%	0.6%	0.1%	0.9%	-1.0%
华熙生物	-3.4%	1.3%	0.3%	-0.1%	-0.6%	-3.9%	-2.8%	1.0%	0.0%	-3.6%	-5.7%	-0.8%	2.9%	0.8%	-6.9%	-4.2%	-1.0%	1.3%	0.1%	-3.5%
巨子生物	—	—	—	—	—	-1.0%	7.8%	-2.2%	0.2%	-2.9%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
珀莱雅	2.5%	1.5%	0.7%	0.8%	0.2%	2.3%	1.2%	0.3%	-0.3%	4.4%	0.7%	-1.1%	-2.3%	-0.3%	0.4%	1.7%	0.3%	-0.5%	0.0%	1.7%
上海家化	-1.5%	0.9%	-0.6%	0.2%	2.2%	2.8%	-0.9%	0.3%	0.6%	6.9%	3.5%	11.7%	-0.4%	0.1%	-3.1%	1.3%	3.8%	-0.3%	0.3%	1.9%
上美股份	—	—	—	—	—	4.0%	5.5%	-1.1%	-0.7%	1.2%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
水羊股份	-0.5%	-2.1%	-0.2%	0.6%	1.0%	4.0%	-3.0%	1.1%	-0.4%	3.7%	4.7%	4.9%	-3.3%	-0.8%	0.3%	2.8%	-0.2%	-0.7%	-0.2%	1.8%
丸美股份	3.7%	-10.9%	-4.0%	-1.1%	-0.6%	-0.1%	3.4%	-1.7%	0.0%	-2.9%	7.5%	5.7%	-3.0%	-0.7%	8.1%	2.9%	5.0%	-2.2%	-0.4%	0.8%
敷尔佳	-0.7%	3.5%	3.1%	0.2%	-3.0%	-0.3%	2.3%	2.0%	0.3%	-3.1%	-0.4%	7.4%	2.2%	0.4%	-19.7%	-0.4%	4.5%	2.4%	0.3%	-9.3%
福瑞达	-21.7%	5.1%	-0.4%	0.8%	5.7%	22.8%	22.2%	2.2%	1.9%	1.4%	35.1%	31.9%	2.9%	3.2%	6.1%	21.0%	20.7%	2.0%	2.0%	5.2%
润本股份	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2.5%	-1.2%	0.3%	0.5%	3.2%	2.1%	-0.6%	-0.3%	0.1%	2.6%
品牌商	-0.3%	0.1%	-0.2%	0.3%	0.7%	0.8%	-0.3%	0.4%	0.1%	1.7%	1.9%	4.0%	-0.7%	0.2%	-2.9%	0.8%	1.5%	-0.1%	0.2%	-0.1%
科思股份	22.8%	1.1%	1.7%	1.7%	13.2%	15.6%	0.5%	1.4%	-0.1%	7.7%	10.9%	-0.1%	1.1%	-0.6%	6.8%	16.4%	0.5%	1.4%	0.4%	9.9%
青松股份	-2.8%	1.0%	2.5%	0.3%	-3.2%	6.8%	0.8%	1.1%	-1.8%	10.8%	7.6%	0.9%	0.2%	-0.5%	68.2%	4.4%	0.9%	1.1%	-0.7%	26.2%
嘉亨家化	0.6%	0.1%	3.7%	1.4%	-4.1%	0.7%	0.0%	0.5%	1.4%	-1.1%	0.8%	0.1%	1.1%	1.3%	-2.8%	0.8%	0.1%	1.8%	1.4%	-2.7%
原料及代工厂	14.1%	0.7%	2.0%	1.2%	8.8%	14.1%	0.4%	1.3%	-0.6%	12.6%	11.9%	0.3%	0.7%	-0.1%	39.5%	13.4%	0.4%	1.3%	0.2%	21.2%

1.2 展望：阿里系获客成本高位企稳，线下流量成本或具优势，成熟品牌销售费用率高达45%左右，品牌主动控费下边际提升有限

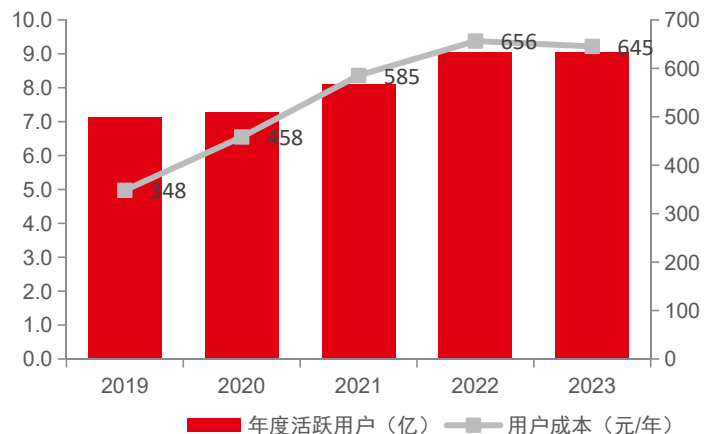
- 行业销售费用率高位，高毛利率品牌商毛销差维持压力大，品牌商或主动调控。从品牌商视角，龙头品牌商销售费用率45%左右，仅巨子生物、敷尔佳因渠道特殊性销售费用率远低于行业，部分线上比重高、多品牌矩阵公司化妆品实际销售费用率已超过50%，定价高的产品在行业调整周期毛利率承压，品牌商毛销差维持压力大，今年以来仅珀莱雅、水羊股份保持毛销差提升。在弱复苏+高费率背景下，部分品牌商主动调控，如贝泰妮Q3调商品结构及折扣力度提升毛利率，Q1/Q3淡季控费；珀莱雅Q3调整抖音打法控费；华熙Q2以来全面控费等；而外资品牌动作来看，今年控价控费保利润趋势明显，新锐品牌抖音平台具备流量扶持，缺乏资金支持下持续高投入提升流量成本概率低。
- 阿里系流量成本获企稳，线下或具比较优势，抖音品牌策略影响ROI走势。从渠道视角，阿里系23财年用户成本高位企稳约645元/年；以线下直营业态看，高端男装门店租金+装修费占比线下直营收入30%左右，毛戈平自营专柜处于爬坡期，租金+装修费用比近40%，考虑未来单柜产出提升费用率可优化，线下或具优势；抖音基于流量优势以及品牌策略今年以来ROI边际下降（以珀莱雅为例21/22/23年抖音ROI分别为3+/3+/3，同期天猫2.8+/3+/3.2），我们认为未来头部品牌抖音费用率可企稳：1）分号运营等优化运营策略；2）抖音扶持新锐品牌不可持续，头部品牌具备优势。

图表16：重点公司23Q1-Q3销售费用率与毛销差

公司	销售费用率	变动率	毛利率	变动率	毛销差	变动率
贝泰妮	45.6%	0.6%	76.4%	-0.4%	30.8%	-1.0%
华熙生物	46.0%	-1.0%	73.1%	-4.2%	27.1%	-3.2%
珀莱雅	43.8%	0.3%	71.2%	1.7%	27.3%	1.4%
上海家化	46.9%	3.8%	59.5%	1.3%	12.6%	-2.5%
上美股份	53.6%	4.0%	69.0%	4.0%	15.4%	0.0%
水羊股份	39.8%	-0.2%	58.0%	2.8%	18.2%	3.0%
丸美股份	53.4%	5.0%	70.8%	2.9%	17.5%	-2.1%
巨子生物	34.6%	-1.0%	84.1%	-1.0%	49.6%	-2.0%
敷尔佳	26.9%	4.5%	82.4%	-0.4%	55.4%	-4.9%

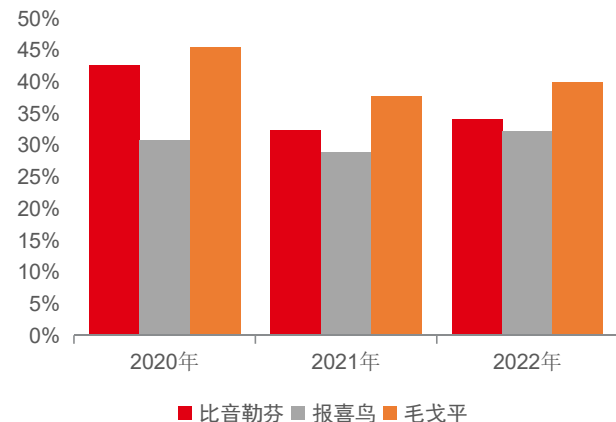
资料来源：wind，中邮证券研究所（华熙生物为综合毛利率及销售费用率）

图表17：阿里巴巴获客成本企稳



资料来源：wind，中邮证券研究所
（商业收入/年度活跃用户；21财年及之前为淘宝系，22财年合并披露盒马、高鑫零售等，逻辑上实际值将低于计算值）

图表18：线下直营费用率比较



资料来源：各公司公告，中邮证券研究所
备注：比音勒芬为门店运营费+使用权资产折旧+装修费占比直营收入；报喜鸟为门店租金+装修费占比直营收入；毛戈平为自营专柜租金、装修费，自营专柜尚处于爬坡期，单柜产出仅百货专柜的65%

1.3 主线一：面霜仍具增长韧性，品牌势能为王，粘性单品+创新新品是重要增长引擎，看好高性价比以及低基数品牌

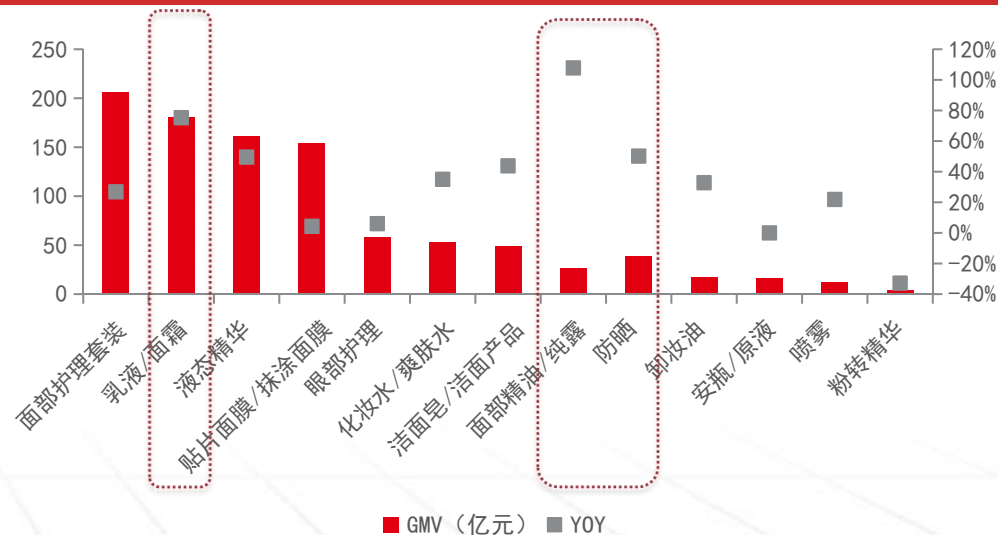
- **护肤套装占比领先、面霜增长强劲，精华内部分化。**根据魔镜、飞瓜数据，面部套装占比领先，抖音平台保持增长韧性，主要得益于抖音平台高性价比套盒销售（如韩束、自然堂等套盒销售）；乳液面霜实现良好增长，抖音+天猫合计增速20.3%，为得益于面霜品类的中部价格产品的放量（如珀莱雅面霜放量以及新锐品牌抖音平台放量等），产品格局尚未固化，未来存在创新空间；精华品类占比高位，内部出现分化，次抛类势能不减，精华油崭露头角，有望成为下一个创新品类。
- **抗衰、舒敏功效赛道竞争白热化，注重人群细分化；美白、控油祛痘等赛道仍居突破空间。**美白领域以烟酰胺为代表的olay保持绝对优势地位，欧莱雅、兰蔻、科颜氏、雅诗兰黛等品牌布局美白产品未撼动其地位，新锐HBN发光水、肌肤未来377、谷雨初具规模，留有较大创新空间；控油祛痘领域未形成心智产品，消费者低龄化，以面膜为主，糙米水为少数细分定位单品，在水乳精华等品类上具备较大空间。抗衰作为最大功效市场为必争之地，衍生抗氧化、抗皱等细分需求，关注后续成分创新；舒敏领域注重皮肤状态以及用户生命周期护理，以细分化为主。

图表19：天猫平台2023年1-11月护肤品主要类目增速

		行业大盘	乳液面霜	精华	面部套装	防晒
2023M1-M11	GMV (亿元)	1687	225	270	376	85
	YOY	-14.1%	-3.9%	-15.3%	-17.0%	-5.9%
	占比		13.3%	16.0%	22.3%	5.0%
2022M1-M11	GMV (亿元)	1964	234	319	453	90
	YOY	-9.7%	-3.5%	1.0%	-18.6%	-9.3%
	占比		11.9%	16.2%	23.1%	4.6%

资料来源：魔镜数据，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表20：抖音平台2023年1-11月护肤品类目趋势



资料来源：飞瓜数据，中邮证券研究所

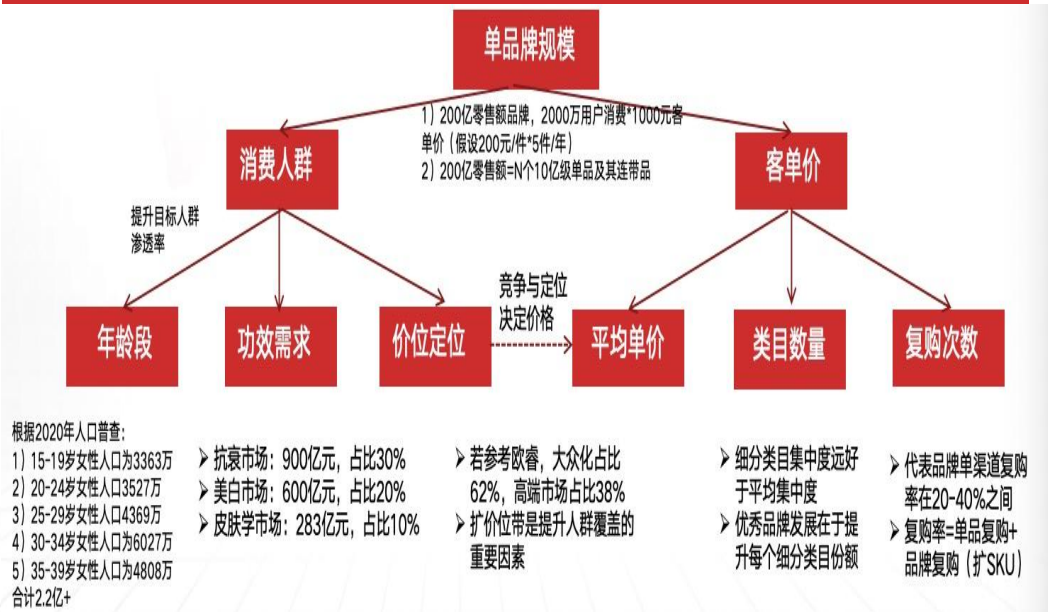
1.3 主线一：面霜、套装品类仍具增长韧性，品牌势能为王，粘性单品+创新新品是重要增长引擎，看好高性价比以及低基数品牌

- **大单品规模天花板高。**大单品可覆盖核心人群宽、精准卡位特定功效、基于良好的产品实现高复购率，高连带率（如精华带面膜等）销售。以抗衰为例（细化抗初老、抗皱），人群25-34岁（跨2层年龄带）为1.0亿人，定位大众（假设客群占比70%），假设具备抗衰老诉求用户为50%，则人群基数为3500万，单品人群渗透率假设20%，则客群为700万；通过大规格方式提升瓶单价，假设平均280元（50ml和30ml均价），复购率假设50%，则客单价为420元；综上，理想模型下大众定位单品规模可实现29.4亿元。考虑到品类的属性，单价及使用频次、量存在差异，影响单品体量，如精华量价具备优势、爽肤水价格端存在劣势、眼霜量存在劣势。在品牌体系内，通过跨功效诉求布局提升人群覆盖及复购难度或高于价格以及年龄段。
- **势能单品爬坡周期长。**国际大牌单品爬坡周期往年4年左右，通过SKU丰富化拉长产品系列生命周期。当前本土品牌中珀莱雅红宝石面霜、源力修复、可复美次抛等产品仍居爆发性；瑗尔博士益生菌系列、薇诺娜特护系列基于核心人群粘性可实现平稳增长。

图表21：护肤品代表强势单品情况

品牌（产品）	空间思考	实现路径
珀莱雅双抗	23年预估14亿，短期空间预估26亿，假设250元瓶单价，销售1000万瓶/年	全渠道发力提升人群渗透
珀莱雅红宝石	23年预估12亿+，短期空间预估24亿，假设280元瓶单价，销售850万件	面霜、面膜产品仍居空间；全渠道发力
瑗尔博士益生菌系列	23年预估9亿+，短期空间预估13亿+，假设100元瓶单价，销售1300万+件（含面膜）	产品特色强化、抖音等渠道运营加强、面膜面霜持续发力
薇诺娜	品牌即系列，23年预估60亿，以150元瓶单价，销售4000万件，未来回归15%左右合理增长	多渠道发力、连带率提升
可复美次抛	23年预估9-10亿，对标华熙生物次抛，约25亿（4亿支*6元/支）	人群渗透、通过促销提升复购率

图表22：大单品产品及系列成长空间的思考



1.3 主线一：面霜、套装品类仍具增长韧性，品牌势能为王，粘性单品+创新新品是重要增长引擎，看好高性价比以及低基数品牌

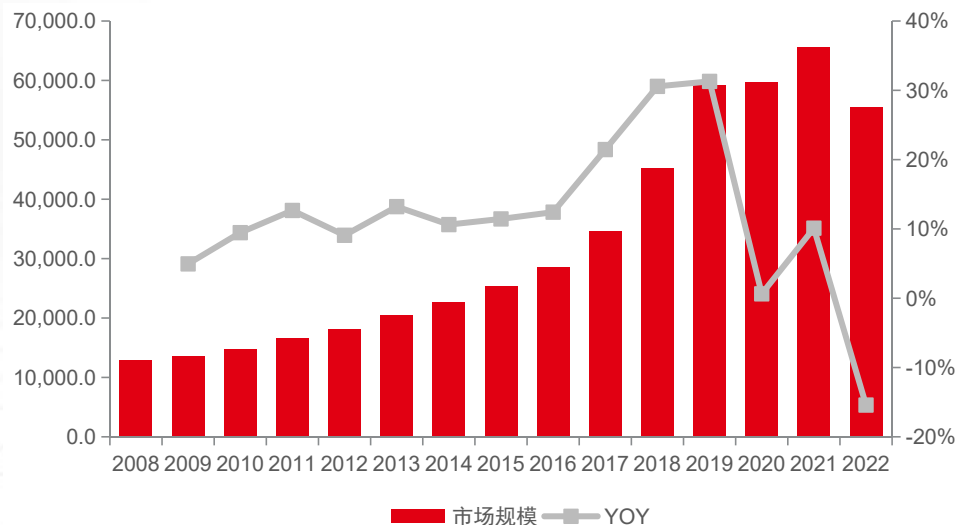
图表23：行业23年以来重点新品情况

公司	品牌	重点新品		简介	定价	销量
珀莱雅 (24年新品预期为防晒产品、美白产品、粉底底妆；源力升级等)	珀莱雅	能量线	能量面霜、能量眼霜、能量水、能量乳、能量精华油	能量面霜/眼霜/乳液：珀莱雅专研能量包突破性融合7大精粹（包含槲皮素、亚精胺、拟拟香桃木果、红毛丹果皮提取物、麦角硫因、迷迭香叶提取物、欧洲越桔果提取物）48小时能量促生+410%，+388%胶原蛋白I；能量水：6重能量成分促生能量；能量精华油：7项发酵专利9重纯油体系，熟龄肌温和版[ABC]	油：礼盒款419元/20ml 眼霜：469元/20ml 面霜：489元/45ml	油：2w+ 眼霜：1w+ 面霜：1w+
		升级产品	双抗3.0精华、红宝石面膜2.0、红宝石面霜3.0、源力面膜2.0	双抗3.0精华：相比2.0加入独家成分nox-age，自主抗氧进阶抗糖/红宝石面膜2.0：成分升级，加入全新6重胜肽，除皱力提升，体验升级1涂2敷/红宝石面霜3.0：成分升级（创新双环肽），功效升级质地升级/源力面膜2.0：体验升级1涂2敷，快速舒缓褪红，深入基底修护	双抗3.0：239元/30ml 红宝石面霜3.0:309元/50g 源力2.0:109元/5片 红宝石面膜2.0:149元/8片	双抗3.0：70w+ 红宝石面霜3.0:100w+ 源力2.0:6w+ 红宝石面膜2.0:4w+
		其他产品	循环系列（精华水、乳、霜）、集悦净肤泥膜、集悦沁润冻膜	循环系列：补水、专研AN可宁糖/泥膜:双泥复配强力清洁（亚马逊白泥+膨润土）双酸协同溶解油脂疏通毛孔（乳糖酸+羟基乙酸）/冻膜:乳酸杆菌发酵产物和泛醇协同加筑肌肤屏障	循环套装（水乳霜）：449元 冻膜：300元/30ml（送15ml小样）	循环套装：8000+ 冻膜：5000+
	彩棠	争青系列	胭脂盘+眉部盘+哑雾口红	外形和调色灵感取自古代仕女图胭脂美人，传承中国传统美学；9-10月胭脂盘推出新色号：醒色系A01醒春、A02欢秋，醒目亮色，释鲜明风格，既可塑造颊彩重点妆，亦可日常提气色。	胭脂盘159元 眉部盘159元 哑雾口红139元	胭脂盘:20w+ 眉部盘:8000+
可复美	可复美	吨吨系列	吨吨小水膜（升级版可复美小水膜）、吨吨次抛、吨吨水乳霜、吨吨电解质海藻保湿精华喷雾	吨吨小水膜：密集补水（添加巨润因）莹润焕亮（添加海茴香提取物），膜布升级/吨吨次抛:巨润因维持保湿因子平衡，蓝藻源甘油葡糖苷助力肌肤水分运输/吨吨水乳霜：99.8%高纯烟酰胺+专研巨润因+Vc乙基醚（水）+氯甲环酸（乳霜），焕亮肌肤，锁水保湿/吨吨电解质喷雾：四重电解质等渗体系稳定肌肤水平衡、内外双循环补水通道（蓝藻源甘油葡糖苷，巨润因）、双藻协同六重舒缓植萃定向改善泛红	吨吨水乳套装（水120ml+乳80ml）389元	吨吨水乳套装：1w+
		秩序系列	秩序水乳(0k乳)霜	0k乳：专研参萃双因子控油体系（巨子生物核心专研成分）：草本控油因子，稀有人参皂苷CK，植物净化因子/秩序水秩序霜：专研稀有人参皂苷CK、温和三酸复配植物净化因子（10羟基癸酸+癸二酸+壬二酸）+双重智敏修护体系（双专利依克多因）（霜）		
		其他产品	胶原乳、柔肤水	胶原乳：双仿生屏障修护：1）外强韧：C5HR重组胶原蛋白仿生组合+神经酰胺脂质体系；2）内修护：巨苷源+巨敏萃自研原料组，水油醇三溶/柔肤水：添加beta-葡聚糖，平衡肌肤生态，7大植物精粹帮助肌肤维持稳定状态		
福瑞达 (褐藻线升级，孵化祛痘产品等)	玻尔博士	玻尔博士精研清肌平衡精华水		长效控油，平衡菌群，维稳肌底（专利职务舒敏剂+专利硅烷化玻尿酸）	128元/100ml	5000+
		玻尔博士精研舒安沁润柔肤水		前沿成分姜黄凝胶舒缓肌肤，泛醇+双重玻尿酸澎湃补水，构建肌肤水库	139元/150ml	10w+
		奶酪唇霜（玻尔博士精研深层润泽唇霜）		进阶精华级唇护：无水配方、以油锁湿、润护体系；专利焕颜肽强韧唇部状态（棕榈酰五肽-4、乙酰基六肽-8）	45元/8g	2000+
		益生菌面霜2.0		成分升级（革新BIO-SL双仿生修护科技，复配6重神经酰胺+重组胶原，7重植物油脂）；功效升级（保湿、修护、舒缓）；专利升级（9重专利）	158元/50g	5w+
	颐莲	升级产品	摇醒精华	无酸焕肤不输酸，以油养护紧致肌（5重植提复配成分，4重抗氧+多重植物油脂成分）；加乘补水修护霜功效，皮肤更紧不易受损（双重玻尿酸+深层修护）	168/30ml	2w+
			2.0深层补水喷雾	成分升级：3重玻尿酸、哥伦比亚冰川矿物水、5重保湿因子，配方升级：不含传统防腐剂，5s快吸收，4h长效保湿	89元/400ml	20w+
贝泰妮	薇诺娜	升级产品	2.0嘟嘟霜	成分升级：玻尿酸3种->10种，神经酰胺3种->6种、浓度升级：创新自研成分10.2%超玻因；对标珂润滋养面霜	128元/50g	10w+
			修白系列	专利马齿苋抑制PGE-2，拦截刺激性色沉，哈巴雪山青刺果油促进神经酰胺合成修护屏障，肌肤强韧不易黑；三七总皂苷、假叶树根提取物、七叶树皂苷调节微循环加速焕白；独家噬黑因，4重链路阻黑，抗击黑色素层层抑黑	488元/45ml	1w+
		其他产品	薇诺娜屏障特护霜	神经酰胺NP，青刺果油，胆甾醇精准配比3:1:1，高密度填补屏障脂质	298元/50g	7w+

1.3 主线二：彩妆复苏，面部底妆引领增长，具备底妆基因的本土品牌有望持续突破

- **低龄化、类目细分化是彩妆行业增长引擎。**根据欧睿数据，彩妆行业19年以来彩妆增长停滞，2022年行业市场规模为555亿元，低于19年市场规模。根据萝卜投资，23M1-M11彩妆天猫+抖音平台增速为11.0%，好于护肤品表现，22年中国彩妆人均消费39元，相比韩美300元以上人均消费具备提升空间，我们认为未来彩妆成驱动力在于：1) 新锐品牌快速发展对低龄用户习惯培育，伴随场景恢复，消费粘性释放；2) 品类细分化，带来增量需求；3) 口红经济效应下，以较低总单价满足奢侈品牌消费需求。
- **面部底妆依托产品升级以及类目创新引领增长。**根据魔镜数据，天猫平台面部底妆景气度远好于其他二级类目，其中BB霜（产品创新）、腮红、隔离（低渗透品类）实现正增长，蜜粉散粉、高光阴影遮瑕、粉底、粉饼等细分类目好于大盘增长；根据飞瓜数据，抖音平台面部彩妆好于眼部彩妆、唇妆增长，其中素颜霜（底妆）、假睫毛（眼妆）等品类孵化爆品。面部底妆具备较高复购率以及品类SKU丰富，我们持续看好面部底妆品类成长性。

图表24：彩妆行业市场规模及增速（百万元）



资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表25：2023年1-11月天猫、抖音平台分品类增长情况

天猫											
	眼部彩妆	唇部彩妆	面部彩妆	彩妆套装	粉底液	蜜粉散粉	BB霜	腮红	粉饼	隔离	高光遮瑕阴影
2023M1-M11	GMV (亿元)	66	97	223	20	65	31	27	11	21	33
	占比	11.2%	16.6%	38.2%	3.4%	11.2%	5.3%	4.6%	1.8%	3.6%	6.1%
	YOY	-14.9%	-18.8%	-1.5%	-22.8%	-5.6%	-5.6%	10.6%	17.7%	-1.0%	0.7%
22M1-M11	GMV (亿元)	77	119	227	26	69	33	24	9	21	35
	占比	13.2%	20.4%	38.8%	4.4%	11.8%	5.6%	4.2%	1.5%	3.6%	6.0%
	YOY	-14.9%	-18.8%	-1.5%	-22.8%	-5.6%	-5.6%	10.6%	17.7%	-1.0%	0.7%
抖音											
	眼部彩妆	唇部彩妆	面部彩妆	彩妆套装	美妆工具	香水					
23M1-M11	GMV (亿元)	39	61	180	16	45	32				
	YOY	50.2%	72.6%	69.8%	24.8%	133.2%	66.3%				
	GMV (亿元)	26	35	106	13	19	19				
22M1-M11	GMV (亿元)	26	35	106	13	19	19				
	YOY	50.2%	72.6%	69.8%	24.8%	133.2%	66.3%				
	GMV (亿元)	26	35	106	13	19	19				

资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，中邮证券研究所

1.3 主线二：彩妆复苏，面部底妆引领增长，具备底妆基因的本土品牌有望持续突破

- 高端化趋势明显，以底妆见长的本土品牌有望突破。根据欧睿数据，高端品牌近年来份额持续提升，22年TOP30品牌中高端份额较17年提升15.7pct至39.4%，在面部常规底妆、唇装领域优势显著。我们认为一方面高端品牌与全球领先的供应链合作，品质占优，另一方面具备社交属性的品类（如口红、气垫）上品牌带来一定溢价。本土大众品牌内部分化，22年TOP30品牌中新锐品牌份额下降2.9pct至18.8%，首批新锐强势品牌花西子、完美日记、珂拉琪伴随流量成本上行以及产品创新周期有所降温，宜格、彩棠等后起之秀势头不减；我们认为，本土品牌具备较强时尚感，未来伴随产品力沉淀，尤其在社交属性相对弱、注重底层产品力的面部底妆中具备较大突破空间，高频、高粘性属性助力品牌巩固市场地位。

图表26：2022年-2023年双十一线上彩妆榜单变化

天猫双十一TOP10品牌变化			抖音23H1 TOP10品牌变化		
2023年TOP10	排名变化	2022年TOP10	品牌	23H1排名	相比22N排名变化
彩棠	11	圣罗兰	花西子	1	0
圣罗兰	-1	3CE	AKF	2	4
Nars	2	MAC	朱莉欧	3	0
CPB	6	雅诗兰黛	卡姿兰	4	0
雅诗兰黛	-1	Nars	柏瑞美	5	2
3ce	-4	花西子	FV	6	-4
MAC	-4	兰蔻	YSL	7	29
玫珂菲	0	玫珂菲	橘朵	8	3
兰蔻	-2	阿玛尼	尔木葡	9	-1
花西子	-4	CPB	悦瞳	10	10

资料来源：天猫美妆，巨量引擎，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表27：中国彩妆竞争格局情况变化

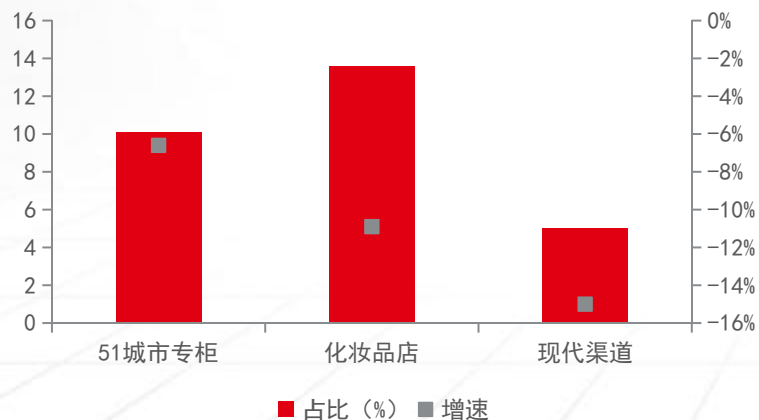
Brand Name	2017	2018	2019	2020	2021	2022	变动率
欧莱雅	7.7	6.7	5.9	5.9	5.7	5.8	-1.9
YSL	1.8	3.3	3.7	3.8	4.3	5.7	3.9
Dior	4.7	6	6.1	6	6.1	5.6	0.9
Florasis	0.3	2	2.9	5.1	6.5	5	4.7
美宝莲	13	10.7	8.5	6.8	4.9	4.4	-8.6
Lancôme	2.6	2.9	3.3	3.4	3.4	3.6	1
Armani	1.5	2.2	3	3.1	3.4	3.3	1.8
完美日记	0.3	1.6	5.1	6.7	6.3	3.1	2.8
3CE			0.9	1.8	2.2	2.9	2.9
Chanel	2.5	2.7	2.6	2.5	2.8	2.8	0.3
Carslan	4.5	3.8	3.2	2.5	2.6	2.8	-1.7
Mac	2.2	3.2	3.8	3.4	2.9	2.7	0.5
Nars	0.5	0.7	1.2	1.5	1.9	2.6	2.1
Estée Lauder	1.8	2.2	2.5	2.6	2.7	2.6	0.8
Colorkey		0.4	1.1	1.4	2.5	2.3	2.3
Givenchy	2.1	2.2	2.5	2.3	2.2	2	-0.1
芭比波朗	1	1.1	1.2	1.3	1.5	2	1
MGPIN	0.6	0.5	0.7	0.9	1.4	1.8	1.2
Judydoll		0.6	0.7	1.2	1.5	1.8	1.8
Max Factor	2.8	2.4	1.9	1.9	1.8	1.8	-1
植村秀	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	1.7	0.6
Tom Ford	0.4	0.7	0.9	1.2	1.4	1.6	1.2
CPB	0.8	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5	0.7
枚可菲	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5	0.3
Joocyee				0.2	0.8	1.3	1.3
Timage				0.4	0.7	1.3	1.3
Guerlain	1.1	1	1.2	1.2	1.2	1.1	0
小奥汀			0.3	1.6	1.2	1.1	1.1
高端品牌	23.7	29	32.5	33.6	36.8	39.4	15.7
新锐大众	0.6	4.6	11	18.4	21.7	18.8	18.2
传统大众	30.2	26.8	23.3	20.5	17.9	17.5	-12.7

资料来源：欧睿数据，中邮证券研究所

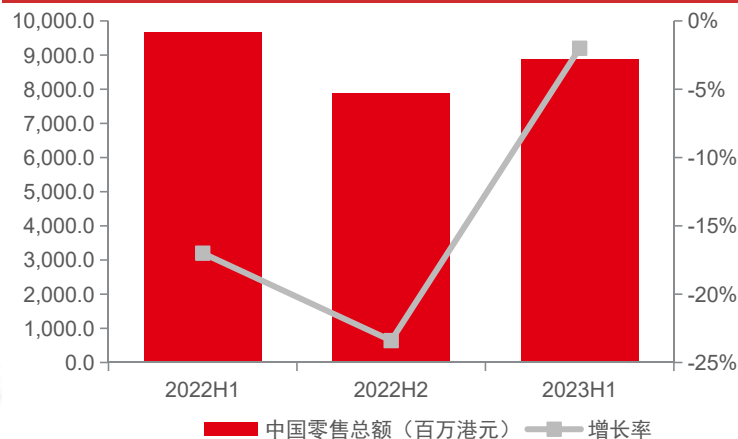
1.3 主线三：线下渠道出现分化，本土品牌低基数，有望抢占线下市场

- **线下增速或见拐点，内部出现分化。**根据23年1-11月化妆品限额社零增速（+4.7%）以及抖音+天猫线上增速（+4.3%），行业线上线下增速或趋同，线下相对优势凸显。根据NIQ和GfK推出的《2023中国护肤行业全渠道白皮书》（时间为23M1-M7），线下渠道出现分化，51大城市专柜增速好于化妆品店好于现代渠道。
- **屈臣氏为代表的连锁体系23H1增速基本持平，同店实现增长，呈现修复势头。**根据长和公司公告，23H1中国零售实现收入88.8亿港元，同比-2%，全球保健美容零售业务剔除汇率因素实现11%同店增长驱动整体美容零售增长12%。截止23H1中国区门店数量3780家，较去年同期减少275家，若剔除门店减少，同店呈现增长，预计O2O提升店效。结合《白皮书》化妆品店增速，线下CS零售业态优胜劣汰，向头部集中，优质单品线下放量可期。
- **OTC体系为皮肤学及械号产品提供增长新动力。**根据欧睿数据，药房是线下体系近年来唯一实现份额提升渠道，2021年份额为2%（22年受宏观因素影响下降至1.8%），受益于到家服务以及器械品类景气度提升，实现超额增长。根据美团买药APP搜索，除械号产品外，具备医研共创基础品牌在此渠道实现销售，如片仔癀、薇诺娜特护、协和维E乳、颐莲瑗尔博士等。目前巨子生物、薇诺娜两大品牌渗透约8.5万家药房，依托医院端资源快速放量，未来具备OTC渠道资源企业有望发挥协同优势。

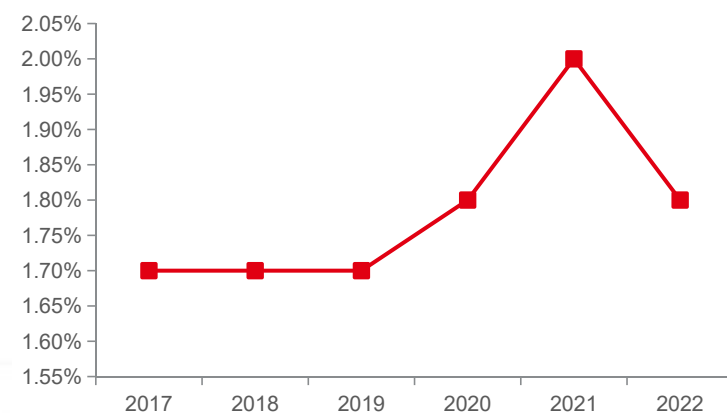
图表28：化妆品线下23M1-M7分渠道占比及增速



图表29：长和中国零售业务增长情况



图表30：线下OTC体系渠道占比



资料来源：NIQ, GfK, 中邮证券研究所

资料来源：公司公告, 中邮证券研究所

资料来源：欧睿数据, 中邮证券研究所

请参阅附注免责声明 备注：专柜样本数量为51个城市9893个专柜，化妆品店为18万+门店，现代渠道门店数为53万+

1.3 主线三：线下渠道出现分化，本土品牌低基数，有望抢占线下市场

- 本土品牌线下占比低，线下布局计划清晰，有望提升专柜、单体店渗透，依托势能单品实现放量，本土品牌线下份额有望提升。本土品牌线下占比整体较低，2022年珀莱雅、贝泰妮、福瑞达、巨子生物线下占比分别为9%/19%/11%/43%（剔除创客云25%），本土品牌线下主要以CS体系、OTC体系等为主，过去受外资品牌压制在专柜体系份额较低。未来本土品牌在线下拥有清晰布局，认为有望抢占线下份额：1) 线下经过多年洗牌，部分好坑位空出，本土品牌有望抢占，尤其在专柜、单体店等业态；2) 本土品牌经过多年产品沉淀具备一定竞争力，有望导入线下，提升线下竞争力；3) OTC、连锁CS渠道为本土品牌强势领域，行业竞争格局优化，龙头细分领域有望提升份额。

图表31：2022年-23H1部分本土公司线下渠道现状

公司	线下渠道现状
珀莱雅	1) 22年线下收入5.7亿元，占比仅9%，连续三年双位数下降；线下主要为日化店、商超、专柜等，其中22年日化店占比线下77%；2) 23H1/23Q3线下渠道收入增速分别为-5.8%/+46.3%，23Q1-Q3线下占比提升至10%。
贝泰妮	1) 22年线下收入9.6亿元，占比19.1%（不含专柜服务平台），连续两年实现35%以上高增长；线下主要为OTC等药房（22年药店约5万家覆盖）、屈臣氏等连锁CS，大型商超等；2) 23H1线下收入增速为46%，线下占比提升至25%。
福瑞达	1) 22年化妆品线下收入2.1亿元，占比11%，增速波动较大，主要通过经销销售。
巨子生物	1) 22年经销商渠道+线上直销合计收入10.3亿元，占比43%，19年以来实现稳定增长，渠道包括创客云商（占比收入18%）、OTC、CS、医药等；2) 23H1经销渠道+线上直营收入5.6亿元，同增12%，占比下降至35%。

图表32：部分本土公司线下渠道未来布局规划

公司	线下渠道未来布局情况
珀莱雅	1) 23Q3线下实现46%高增长，拐点明朗，未来规划新增线下专柜，提高单店月销；2) 将珀莱雅品牌能量系列新品在线下重点推广，双抗红宝石等势能单品加大线下销售力度，未来粉底液等产品有望实现线下铺货。
贝泰妮	1) 21年以来持续布局OTC等渠道，线下药店网店覆盖大几万家，23年成为增长最快渠道，单店产出实现提升；2) 开设专柜等单体店业态，抢占线下优质点位。
福瑞达	瑗尔博士储备单体店，并开放加盟，与OTC体系布局一定协同效应；2) 善颜定位线下，具备一定区域优势
巨子生物	1) 20年以来持续布局线下OTC、连锁CS、医院等渠道，实现结构优化，对冲微商渠道增长波动性；2) 次抛、乳霜等新品线下销售较少，有望导入拉动增长

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

二

医美：新供给释放活力，关注重组胶原蛋白、水光类、再生类产品

- 行业回顾：板块复苏季度波动性大，上游跑赢下游，格局优化
- 投资主线：势能新品助力跨越周期，关注重组胶原蛋白、水光、再生产品

2.1 行业回顾：23H1板块强复苏，23Q3较为平淡，上游整体表现好于下游，重组胶原蛋白、再生产品延续高增长

- 下游机构恢复20-30%增长，整体景气度回暖，Q3较为平淡。23Q1-Q3朗姿医美/美丽田园医美收入分别增速为22.1%/33%，景气度回暖；23Q3受居民收入、出行、前期需求释放等多重因素冲击有所回落，美丽田园基本持平，朗姿拥有新店培育及孵化的机构抗周期能力更强，仍有双位数增长。
- 上游厂商季度波动大，新品势能强。23Q1-Q3爱美客/华东医药欣可丽/锦波生物/华熙生物医美分别实现收入21.7/8.2/5.2/42.2亿元，同比分别+46%/+89%/+106%/50%+，其中23Q3爱美客/华东医药欣可丽/锦波生物/华熙生物实现收入7.1/3.1/2/1.7亿元，同比分别+18%/+82%/+106%/32%，上游季度波动较大，胶原蛋白、再生产品呈现高景气度。

图表33：2023Q1-Q3医美板块分赛道收入及归母净利润表现（单位：亿元）

	2023Q1				2023Q2				2023Q3				2023Q1-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
上游公司																
爱美客	6.3	46.3%	4.1	51.2%	8.3	82.8%	5.5	80.1%	7.11	17.6%	4.55	13.3%	21.7	45.7%	14.18	43.7%
华东欣可丽	2.1	33.8%	—	—	3.1	169.4%	—	—	3.08	81.8%	—	—	8.24	88.8%	—	—
华熙生物	13.1	4.0%	2	0.4%	17.7	5.4%	2.3	-17.8%	11.46	-17.3%	0.9	-56.0%	42.21	-2.3%	5.14	-24.1%
一医美业务	—	50-60%	—	—	3.3	56.8%	—	—	1.7	32%	—	—	5.0	47%	—	—
四环医美	—	—	—	—	1.9	96.8%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
昊海生科	6.1	29.1%	0.8	33.2%	7.0	42.1%	1.2	1145.1%	6.7	8.8%	1.2	34.0%	19.8	25.2%	3.3	102.0%
-医美与创面护理	—	—	—	—	4.9	47.5%	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
锦波生物	1.28	98.3%	0.43	180.9%	1.9	110.6%	0.7	175.6%	2.01	106.4%	0.83	168.8%	5.17	105.6%	1.92	173.8%
复锐医疗	—	—	—	—	12.5	1.7%	1.4	-8.4%	—	—	—	—	—	—	—	—
下游公司																
朗姿股份	11.39	21.31%	0.62	6985.13%	11.74	21.65%	0.72	369.42%	13.8	23.0%	0.6	332.4%	36.9	22.1%	1.9	585.8%
-医美业务	4.59	30.68%	—	—	4.47	19.94%	—	—	7.2	22.3%	—	—	16.2	23.8%	—	—
华韩股份	—	—	—	—	5.73	27.10%	0.58	45.07%	—	—	—	—	—	—	—	—
美丽田园(医美)	—	40%	—	—	4.4	59.6%	—	—	—	持平	—	—	6.5	33%	—	—

2.1 行业回顾：轻医美热度持续，以热玛吉光子嫩肤为代表的光电类项目备受欢迎，26岁+轻熟龄占比大幅提升彰显年轻用户消费粘性

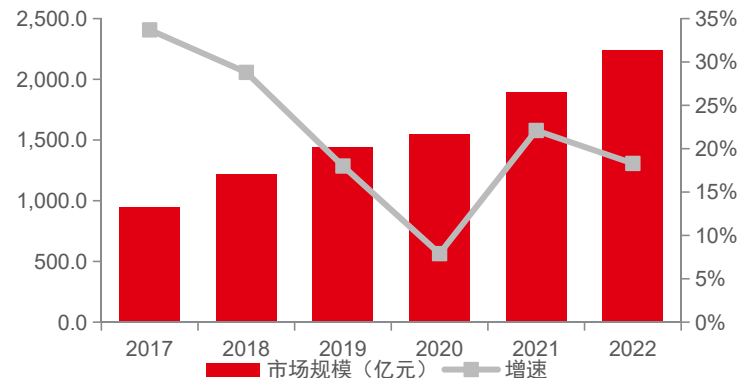
■ 轻医美热度持续，光电项目热度高。

根据新氧数据，22年非手术订单量占比达84%，轻医美近年来备受欢迎，其中以热玛吉、光子嫩肤为代表的光电项目景气度高。

■ 26岁+轻熟龄占比高，彰显高用户粘性。

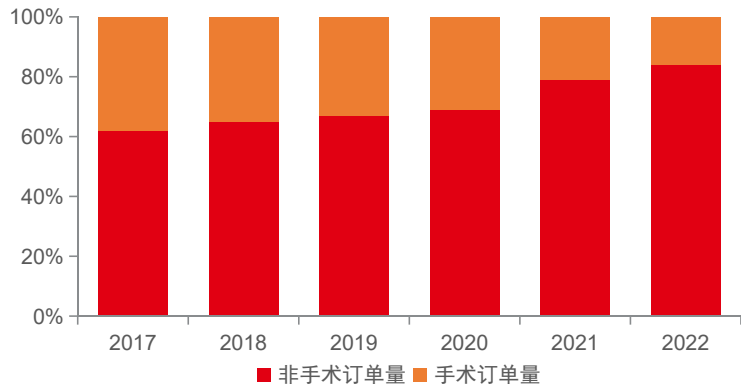
根据新氧平台近三年医美用户结构变化，26岁-30岁用户占比提升8pct至32%，20-25岁用户占比高位约40%（该人群5年前占比仅15%+），侧面反应低龄用户维持消费粘性以及持续提升细分人群渗透率。

图表34：医美行业市场规模及增速



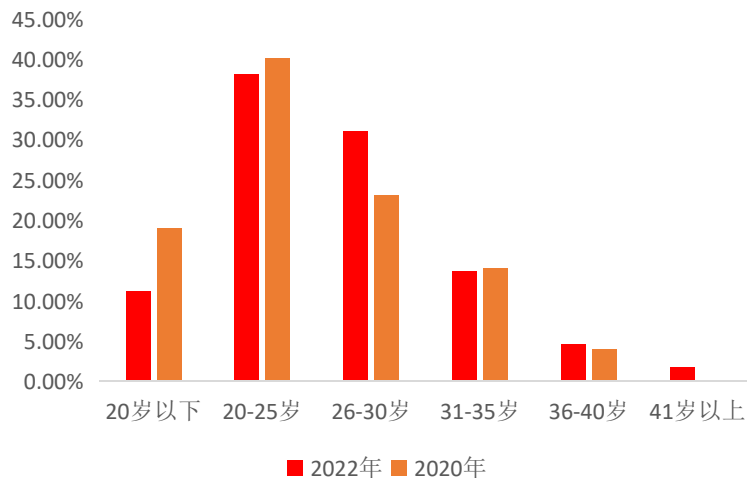
资料来源：立鼎产业研究院，中邮证券研究所

图表35：新氧平台订单结构及变化



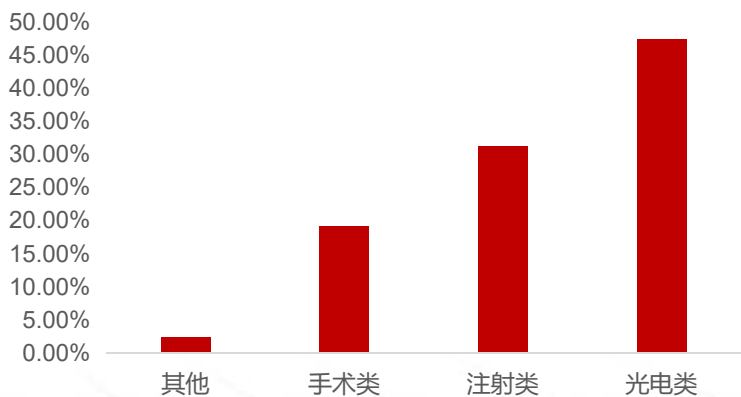
资料来源：新氧，立鼎产业研究院，中邮证券研究所

图表36：新氧平台付费用户年龄结构及变化



资料来源：新氧，立鼎产业研究院，中邮证券研究所

图表37：最受用户喜爱/最想尝试的项目比重



资料来源：新氧，立鼎产业研究院，中邮证券研究所

2.1 行业回顾：强监管势头不减，产品+渠道合规化程度提升，22年-23年行业获批新品较少，或提升24年新产品供给数量

- 22年以来行业注射新品供给较少，或提升24年新产品供给预期。根据药监局数据，20年-21年行业获批注射产品较丰富，包括20年获批的两款肉毒毒素（药品）、21年获批的3款胶原再生产品（械3）、21年注射用重组胶原蛋白产品（械3）以及数款玻尿酸/水光等产品；22年以来行业注射类新品供给放缓，仅少数增量新品。当前较多注射类产品结束临床实验或进入申报阶段，24年有望迎来新供给。
- 受益行业监管，合规产品&机构份额持续提升。21年以来行业监管不断加强，从税收、宣传端、注射水光产品、光电设备分类管理等方面不断完善监管，行业渠道、产品和合规化程度提升，未来在产品跨部门、适应症监管方面或将加强。近年来医美行业受益于监管加严抢占黑医美、水货份额，合规厂家最为受益。

图表38：近年来医疗美容行业部分获批新品情况

品类	23年新品	20-22年新品
肉毒毒素	无	20年两款产品，分别为高德美吉适、四环代理的乐缇葆
再生产品	爱美客如生天使（23.08） （非新证）	21年获批3款产品，分别为爱美客的濡白天使、华东医药少女针、圣博玛的艾维岚
胶原蛋白	锦波生物重组胶原蛋白溶液（23.08）	21年锦波生物注射用重组胶原蛋白
玻尿酸/水光	娇兰唇部适应症（23.02） 华熙唇部玻尿酸（23.10）等	本土：华熙生物娃娃针（20年）、爱美客熊猫针/泡泡针（非新证）、昊海生物海魅（20年） 外资：乔雅登缇颜（20年）、丰唇质颜（21年）等

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

图表39：医美行业近年来重要监管政策

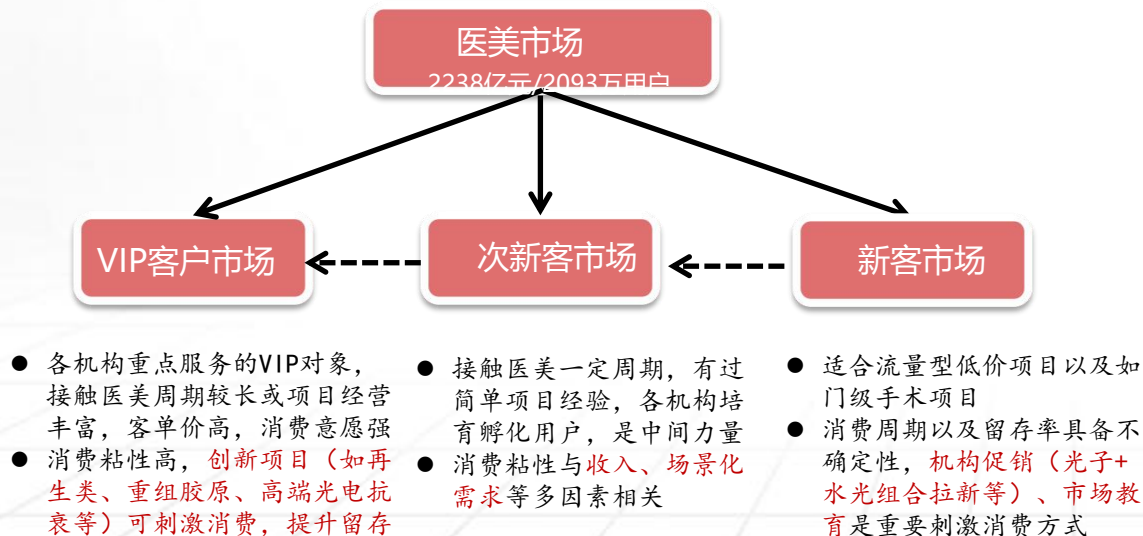
时间	名称
2023.7	《2023年第二次医疗器械分类界定结果汇总》
2023.4	《医疗美容消费服务合同（示范文本）》
2023.4	《射频美容设备注册审查指导原则》
2023.1	《重组胶原蛋白创面敷料注册审查指导原则（征求意见稿）》
2022.12	《整形美容用重组人源化胶原蛋白注射材料技术审评要点（试行）》
2022.11	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告（2022年第103号）》
2022.4	关于调整《医疗器械分类目录》（以下简称《目录》）部分内容的公告
2022.3	国家药监局关于调整《医疗器械分类目录》部分内容的公告（2022年第30号）
2021.11	《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》

资料来源：国家药监局，中邮证券研究所

2.2 投资主线：老客户粘性维护与新客户开发是驱动行业增长的基础，次新客转化是短期行业增长关键，势能新品助力跨越周期

- **中间力量的接力影响23年增长的关键。**我们认为，医美市场可根据用户消费偏好分为新客市场、次新客市场以及VIP客户市场，新客贡献较高的用户盘但维持低客单价，经过较长周期沉淀，少数用户成为持续为颜值买单的忠实用户，贡献高客单价。根据新氧数据，2022年医美行业用户约2093万，行业平均客单价为1.15万，近年来行业增长驱动在于：1) 新客渗透带来的增量需求；2) 次新客不断转化；3) VIP客户持续推高端项目提升整体客单。23H1由于滞后需求以及3月前后机构大促，行业实现高增长，23Q3以来新客获取乏力)+中间力量受经济周期冲击消费意愿减弱增长乏力。展望24年，新客增长趋势不变，SVIP客户在高端抗衰项目创新下粘性可持续，中间力量客单价提升是行业增长的关键变量。
- **玻尿酸、肉毒素发展成熟，满足不同人群需求，有望实现稳健增长，关注增量产品进展。**根据弗若斯特沙利文数据，2021年合规玻尿酸/肉毒素上游厂家出货规模为110亿元，同增25%，玻尿酸、肉毒素作为应用成熟项目，价格带丰富，满足各消费层级抗衰需求，未来有望维持稳健增长，玻尿酸水光类产品有望受益合规化持续跑赢行业，肉毒素关注项目创新带来的增量市场（如肉毒+水光复配平滑肌肤等）。展望24年，关注肉毒素新品获批进展以及玻尿酸持续创新（如复锐医疗的五点提升针、华熙生物复合水光、爱美客熊猫针额部适应症进展等），行业格局有望优化。

图表40：医美行业的增长驱动框架



资料来源：中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表41：医疗美容行业上游注射类产品市场规模及增速

		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%

资料来源：弗若斯特沙利文，爱美客招股书，中邮证券研究所

2.2 投资主线：24年重点关注重组胶原蛋白、再生类新品、合规水光产品推广进展以及肉毒素审批进展，监管驱动合规产品放量可期

■ 重组胶原蛋白、胶原再生类产品仍保持高景气度，关注新品进展。21年以来获批的胶原再生类产品、重组胶原蛋白产品提升中高端人群消费粘性，项目本身具备一定创新性，行业仍处于爬坡阶段，有望推动行业发展。近2年（22年-23年）行业注射新品获批数量较少，有望进入新一轮扩品周期，关注24年江苏吴中胶原再生产品爱塑美、巨子生物重组胶原蛋白针剂、爱美客宝尼达额部适应症等产品进展。

图表42：2024年-2025年行业预期新品情况

产品类型	24年-25年产品布局
肉毒毒素	1) 爱美客橙毒、2) merz 西蒙、3) 复锐医疗Daxxify
再生产品	1) 江苏吴中的爱塑美；2) 高德美塑然雅；3) 华东医药伊妍仕M型；4) 宝尼达额部适应症
胶原蛋白	巨子生物重组胶原蛋白产品（液体抗衰保湿偏水光/固体偏填纹）
玻尿酸/水光	1) 复锐医疗五点提升针；2) 爱美客 逸美1+1 眉弓部位适应症、熊猫针额部适应症、皮肤科产品等；3) 华熙生物复合水光产品（HA+氨基酸成分）、玻尿酸产品等。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表43：重组胶原蛋白与再生类产品空间测算

	2022年	2023E	2025E	23年-25年复合增速
再生产品市场规模（亿元）	超过10	28	65	53%
——人群假设（万）		29	48	29%
——人均支数假设（支）		2.5	3.5	18%
——出厂价假设（元）		3829	3829	0%
注射重组胶原市场规模（亿元）	1.2	4.7	16.9	0.9
——人群假设（万）		17	84.7	125%
——人均支数假设（支）		4	4	0%
——出厂价假设（元）		700	600	-7%
医美人群（万）		2000	2420	10%
——假设再生产品2%人群覆盖率		1.45%	2.00%	
——假设胶原产品3%人群覆盖率		0.84%	3.50%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所
（22年再生产品市场规模采用华东欣可丽收入6.3亿+濡白+艾维岚预估，重组胶原蛋白市场规模为锦波生物注射剂收入）

三

盈利预测及投资建议

图表44：重点公司核心看点及风险提示

公司	核心看点	风险提示
珀莱雅	1) 渠道：抖音分号运营提升日销，线下专柜数量止跌回升，单店绩效提升，悦芙缇或试水跨境电商；2) 产品：珀莱雅品牌能量线放量、通过莹特丽合作面部底妆突破、源力系列大升级等带动大单品势能持续；3) 小品牌爬坡、渠道运营效率提升、结构改善带动毛利率提升等带动利润率稳中提升势头不变。	行业需求低迷；新品推进不及预期等；线下推进不及预期
巨子生物	1) 次抛势能维持+新品发力推动化妆品增长；2) 注射产品有望上市放量提升综合估值；3) 利润率下降趋势控制。	医美业务低于预期；利润率大幅下降
爱美客	1) 势能产品如生、熊猫针等保持高增势能，销售团队精细化+溶液类管控水货等驱动增长；2) 宝尼达下巴适用症、皮肤科产品、麻膏等新品助力；3) 未来产品储备丰富，如24年熊猫针眼周外比如额部临床启动扩展、动物胶原眼周临床启动，肉毒素23Q4-24Q1启动材料递交后进展等	行业需求低迷；竞争加剧；新品进展不及预期等
福瑞达	1) 瑗尔博士品牌升级/抖音线下发力+颐莲调整产品结构/抖音发力驱动化妆品业务恢复高增长；2) 治理改善，打开远期想象空间。	竞争加剧导致化妆品增长不达预期；利润率承压等
贝泰妮	1) 抖音+线下发力推动薇诺娜增长；2) 一定的外延预期等。	主品牌增长乏力；净利率下行等
华熙生物	1) 化妆品业务调整见底带动化妆品业务企稳回升；2) 水光类新品助力医美业务持续高增长。	化妆品调整进度不及预期；原料业务毛利率持续下行
润本股份	1) 新品放量推动驱蚊产品稳定增长；2) 婴童护理产品抢占下沉市场。	新品推进不达预期；流量成本上升利润率下降
登康口腔	1) 产品升级+空白市场渠道渗透提升市占率；2) 口腔大健康外延预期等。	份额提升不达预期
丸美股份	1) 丸美品牌产品调整持续释放活力，恋火面部底妆驱动高增长；2) 渠道运营精细化，抖音高增。	大单品增长不及预期；利润率承压等

重点公司盈利预测及投资建议

- **投资建议：**化妆品方面，需求有望加速、格局持续优化、销售费用率高位边际向上空间有限，我们看好具备良好产品势能的品牌、关注布局面部底妆、线下市场的本土品牌，有望抢占细分领域份额；医美方面，重组胶原类、胶原再生类、水光类产品维持高景气度，拥有相关产品布局厂家有望持续提升份额。我们重点推荐珀莱雅、巨子生物、福瑞达、爱美客，持续看好登康口腔、润本股份、华熙生物、丸美股份、贝泰妮、上海家化、水羊股份等，关注江苏吴中、美丽田园健康等。
- **风险提示：**行业景气度不及预期；竞争格局恶化；新品推进不及预期。

图表45：重点公司盈利预测及PE

公司名称	市值（亿元）	公司评级	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			2022年	2023E	2024E	2022年	2023E	2024E
珀莱雅	382	买入	8.2	11.2	14.2	50.7	34.1	26.9
爱美客	592	买入	12.6	19.1	26	55.9	31.0	22.8
巨子生物	300	买入	10	12.9	16.6	31.8	23.2	18.1
贝泰妮	275	买入	10.5	12.5	16.1	29.8	22.0	17.1
华熙生物	309	买入	9.7	7.9	9.7	38.3	39.2	31.9
福瑞达	97	买入	0.5	3.7	4.4	228.8	26.2	22.0
上海家化	143	买入	4.7	6.2	7.1	33.3	23.1	20.1
水羊股份	64	买入	1.3	3.1	3.9	49.5	20.7	16.4
润本股份	66	增持	1.6	2.2	2.9	44.6	30.2	22.9
登康口腔	49	增持	1.4	1.5	1.7	37.9	32.6	28.7
丸美股份	98	买入	1.7	2.8	3.4	56.8	35.0	28.8

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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