

关注情绪消费与国货崛起，精选细分品类

——2025年零售与社服行业年度策略报告

报告要点：

● 化妆品：国货占比持续提升，成分认知带动产品销量

2024年化妆品市场承压，全年小幅下滑，25年价格是否企稳值得关注。产品及研发端，2024年1-11月已备案化妆品新原料达到了79款，高于2023年全年69款，其中国产化妆品新原料备案数量达65个，成分认知带动产品销售增长成为趋势。渠道端来看，24年线上渠道持平线下微跌，淘天跌幅收窄，抖音渠道增长有所放缓，整体渠道红利式微，精细化运营重要性凸显，微信小店作为新兴渠道值得关注。品牌方面，国货占比持续提升，在整体行业增速疲软的背景下，国货崛起是投资主旋律，关注头部美妆集团产品系列、品牌矩阵的扩充及外部并购布局。标的上，我们认为25年更多关注精选个股，重点看好：巨子生物、珀莱雅、润本股份、丸美股份、上美股份、毛戈平，关注：福瑞达、贝泰妮、水羊股份、华熙生物、上海家化等。

● 医美：2024下证大年，关注差异化新品

2024年受到客单价下滑影响，医美市场增速有所放缓，但在可选消费中依然相对有韧性，监管层面合规化持续推进，同时也释放了部分积极信号，如北京市市场监管局、卫健委、中医药管理局联合发布《关于优化医疗广告管理工作的通知》。供给端来看，2024年是“下证大年”，注射光电等多个品类获证数量都创了历年之最，极大的丰富了上游供给，但同时也加剧了上游厂商的竞争。重组胶原蛋白方面，目前仅锦波生物获两款三类证，巨子生物、江苏创健等多个厂商有三类产品储备，目前赛道景气度高，产品稀缺，依然是优选品类。玻尿酸则重点关注华熙生物“格格针”以及艾尔建“朔颜”等新品表现。肉毒关注Daxxify以及华东和爱美容产品获批进展。再生方面，24年有5款医美再生类产品集中获批上市，目前再生材料已涵盖PLA、PLLA、PDLLA、PLLA-PEG、CaHA等多种类型，整体竞争加剧，重点看好艾塑菲、摩漾的优法兰等新品的增长。标的方面，重点关注上游差异化产品布局且在产品上升期的锦波生物、巨子生物，关注可能受益于医美市场需求恢复的弹性品种如爱美容、华熙生物、华东医药，下游重点推荐朗姿股份。

● IP衍生品：情绪消费崛起，消费中优选赛道

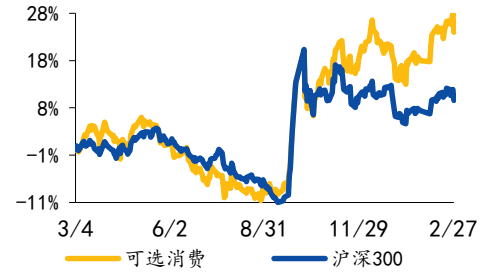
情绪消费崛起叠加国产IP崛起和终端零售渠道供需双向拉动，IP衍生品经济迎来繁荣。“谷子”、集换式卡牌、IP拼搭玩具、毛绒等多个IP衍生品细分赛道高增长。同时海外市场打开更广阔空间，产业链上中下游均有望受益，上游IP方面重点关注上海电影、光线传媒、阿里影业、中文在线，中游重点关注泡泡玛特、布鲁可、姚记科技、奥飞娱乐等。下游重点关注：名创优品。

● 风险提示

下游需求不及预期的风险，贸易摩擦的风险，地缘政治的风险，行业竞争加剧的风险

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-润本股份(603193)2024年业绩预告点评：24年利润增长符合预期，产品持续迭代推新》2025.01.23

《国元证券行业研究-新消费行业点评报告：12月社零同比增长3.7%，24年消费温和复苏》2025.01.21

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐梓童
电话 021-51097188
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	84.30	33403.67	3.01	3.92	4.83	28.12	21.57	17.52
300957.SZ	贝泰妮	增持	42.48	17994.53	1.79	1.79	2.49	23.67	23.61	16.96
688363.SH	华熙生物	增持	49.97	24069.46	1.23	1.04	1.47	40.77	48.22	34.16
600223.SH	福瑞达	买入	7.33	7451.45	0.30	0.28	0.34	23.86	25.05	20.73
603983.SH	丸美生物	买入	30.88	12382.88	0.65	0.89	1.12	46.42	33.67	26.83
600315.SH	上海家化	增持	17.09	11488.34	0.74	0.47	0.64	21.93	34.48	25.20
300740.SZ	水羊股份	增持	12.03	4671.71	0.76	0.51	0.76	15.66	23.33	15.66
2367.HK	巨子生物	买入	62.65	64899.39	1.40	1.88	2.35	39.88	29.70	23.76
603193.SH	润本股份	买入	28.47	11518.77	0.56	0.79	0.99	51.34	36.29	29.12
603059.SH	倍加洁	增持	25.08	2519.25	0.92	1.42	1.84	25.29	16.41	12.66
1318.HK	毛戈平	买入	73.00	35783.64	1.35	1.82	2.47	49.90	36.93	27.28
2145.HK	上美股份	买入	37.95	15105.05	1.16	1.96	2.64	30.24	17.89	13.27
002612.SZ	朗姿股份	增持	15.13	6694.20	0.51	0.68	0.82	30.33	22.78	18.81
300896.SZ	爱美客	增持	175.02	52959.66	6.14	6.91	8.31	29.90	26.56	22.06
832982.BJ	锦波生物	买入	227.00	20092.18	4.40	7.91	10.87	52.06	28.98	21.09
002867.SZ	周大生	增持	12.81	14038.82	1.20	1.01	1.15	10.53	12.55	11.00
002345.SZ	潮宏基	买入	6.71	5961.92	0.38	0.41	0.48	16.82	15.46	13.05
600861.SH	北京人力	买入	19.57	11078.83	0.97	1.60	1.81	20.74	12.58	11.08
605098.SH	行动教育	买入	40.20	4793.89	1.86	2.40	2.92	22.51	17.39	14.31
300860.SZ	锋尚文化	买入	27.20	5193.33	0.70	1.05	1.22	40.37	26.91	23.16
000417.SZ	合百集团	买入	5.55	4328.36	0.34	0.39	0.45	15.97	13.92	12.07
0325.HK	布鲁可	买入	89.25	22245.65	-0.83	0.30	3.61	-99.62	276.73	22.80
9896.HK	名创优品	买入	40.65	50807.29	1.82	2.16	2.75	20.61	17.34	13.63

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：收盘价、市值取 2025.2.26；港股标的收盘价及市值单位均为港元。

目 录

1. 板块行情及基本面：社零温和增长，关注政策端发力	5
2. 化妆品：国货占比持续提升，成分认知带动产品销量	8
2.1 行业：整体增速略承压，价格端是否能够企稳值得关注	8
2.2 研发/产品：新原料备案提速，成分认知带动产品销量	10
2.3 渠道：渠道红利式微，关注微信小店	13
2.4 品牌：国货占比持续提升，关注集团多品牌多品类布局	14
3. 医美：2024 下证大年，关注差异化新品	16
4. IP 衍生品：情绪消费崛起，消费中优选赛道	24
5. 投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图 1：申万一级行业 2024 年年内涨跌幅对比	5
图 2：板块涨幅及大盘涨幅对比	5
图 3：社会消费品零售总额/餐饮收入/商品零售额当月同比增速（%）	6
图 4：化妆品市场规模（亿元）及同比增速	8
图 5：2001 年以来社零中化妆品品类同比增速	9
图 6：2024 年限额以上单位商品零售额及化妆品类同比增速	9
图 7：护肤/洗护/彩妆 24 年在淘天京东抖音客单价（元）	9
图 8：护肤/洗护/彩妆 24 年在淘天京东抖音销量（亿件）	9
图 9：我国化妆品备案商品数及同比增速	10
图 10：2024VS2023 年分月度化妆品备案商品数（个）	10
图 11：2021-2024 国产及进口化妆品原料数量（个）	12
图 12：珀莱雅光学瓶核心成分 3-3-5	12
图 13：2024 年线上及线下渠道增长情况	14
图 14：淘天、抖音、CS 渠道化妆品品类增速	14
图 15：微信送礼与收礼流程	14
图 16：近 3 年中国及外资品牌化妆品市场份额变化	15
图 17：2024 年部分国际美妆集团中国相关区域销售变动情况	15
图 18：中国医美市场规模与增速预测	16
图 19：主要医美上市公司收入同比增速情况	16
图 20：2024 年注射类产品获批情况（个）	17
图 21：上市公司相关再生产品收入规模（亿元）及增速	20
图 22：锦波生物单一材料医疗器械收入（亿元）及增速	22
图 23：各年国产脉冲光治疗仪获批情况（个）	23
图 24：消费者的购物动机转变	24
图 25：2024 年消费心态的变化	24
图 26：日本两人以上（非农）1985 年-2010 年教育娱乐支出占家庭消费支出比	

重	24
图 27: 日本广义动画产业市场规模增长明显快于 GDP 增长	24
图 28: 中国泛娱乐产品行业市场规模 (以商品交易总额计, 单位: 亿元) ..	25
图 29: 中国二次元周边衍生品市场 (亿元) 及同比增速	25
图 30: 社零中体育、娱乐用品类与限额以上商品零售当月同比增速对比 (%)	25
图 31: 泡泡玛特中国港澳台及海外地区收入 (亿元) 及增速 (%)	26
图 32: 泡泡玛特中国港澳台及海外门店数量 (个)	26
表 1 : 限额以上单位商品零售额分品类增速	6
表 2: 国内美妆品牌企业备案新原料情况	11
表 3: 2024 淘系护肤类目 (左侧) 及抖音美妆类目 (右侧) 年度 TOP20 链接商 品	12
表 4: 部分 2024 年获批部分玻尿酸相关产品	18
表 5: 国内肉毒产品情况一览	19
表 6: 不同再生材料盘点	20
表 7: 2021-2024 年再生材料获批情况	21
表 8: 全球 IP 收入 TOP100 中各 IP 类型数量 (截止 2025.1.17)	27
表 9: 重点公司盈利预测及估值	28

1. 板块行情及基本面：社零温和增长，关注政策端发力

复盘 2024 消费各赛道的涨跌幅，24 年大消费板块表现分化，家电和汽车在以旧换新政策和外销拉动下表现可观，商贸零售板受益于 12 月中央经济工作会议大力提振消费的政策导向叠加首发经济、超市调改等逻辑催化，年末发力，实现较好涨幅。其他消费板块均表现承压，社会服务、纺织服装、轻工制造、食品饮料、美容护理、医药生物年内均不同程度下跌，行业排名靠后。我们重点跟踪商贸零售/社会服务/美容护理板块分别+13.69%/-5.11%/-10.34%，在申万 31 个一级子行业中分别排名第 7/24/29，均未能跑赢沪深 300 年度 14.68%的涨幅。

图 1：申万一级行业 2024 年年内涨跌幅对比

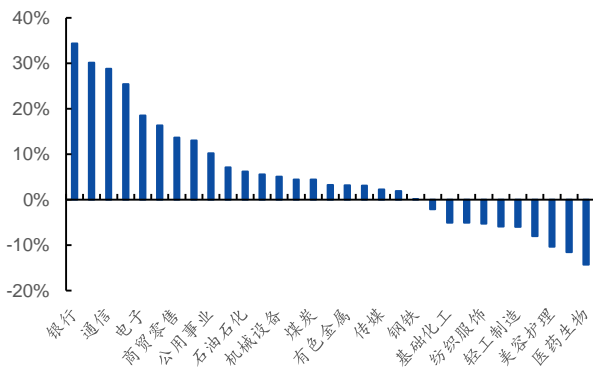
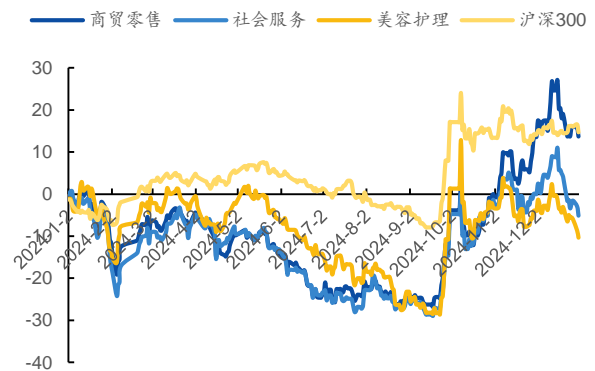


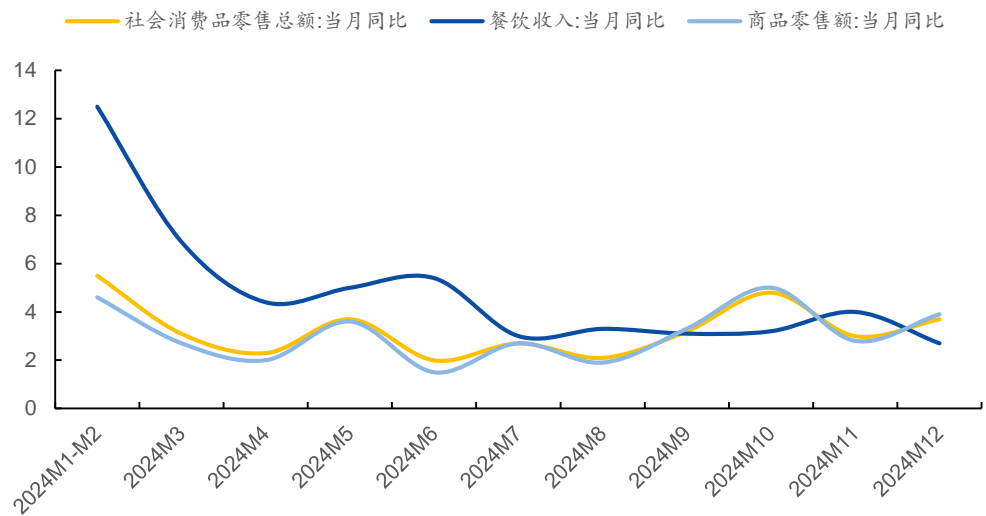
图 2：板块涨幅及大盘涨幅对比



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

社零 2024 年温和增长，餐饮收入增速好于商品零售额增速，家电、体育娱乐用品、通讯器材品类增长领先。2024 年社会消费品零售总额同比增长 3.5%，其中餐饮收入增速 5.3%，好于商品零售额 3.2%的增速。商品零售中必选整体好于可选，而受到以旧换新政策、谷子经济崛起等因素影响，可选消费中家用电器/体育、娱乐用品类/通讯器材类分别增长 12.3%/11.1%/9.9%。

图 3：社会消费品零售总额/餐饮收入/商品零售额当月同比增速 (%)


资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

表 1：限额以上单位商品零售额分品类月度同比增速

分类	M1-M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12	
必选消费	粮油、食品类	9.0%	11.0%	8.5%	9.3%	10.8%	9.9%	10.1%	11.1%	10.1%	10.1%	9.9%
	日用品类	-0.7%	3.5%	4.4%	7.7%	0.3%	2.1%	1.3%	3.0%	8.5%	1.3%	6.3%
	中西药品类	2.0%	5.9%	7.8%	4.3%	4.5%	5.8%	4.3%	5.4%	1.4%	-2.7%	-0.9%
可选消费	饮料类	6.9%	5.8%	6.4%	6.5%	1.7%	6.1%	2.7%	-0.7%	-0.9%	-4.3%	-8.5%
	烟酒类	13.7%	9.4%	8.4%	7.7%	5.2%	-0.1%	3.1%	-0.7%	-0.1%	-3.1%	10.4%
	服装鞋帽、针、纺织品类	1.9%	3.8%	-2.0%	4.4%	-1.9%	-5.2%	-1.6%	-0.4%	8.0%	-4.5%	-0.3%
	化妆品类	4.0%	2.2%	-2.7%	18.7%	-14.6%	-6.1%	-6.1%	-4.5%	40.1%	-26.4%	0.8%
	金银珠宝类	5.0%	3.2%	-0.1%	-11.0%	-3.7%	-10.4%	-12.0%	-7.8%	-2.7%	-5.9%	-1.0%
	体育、娱乐用品类	11.3%	19.3%	12.7%	20.2%	-1.5%	10.7%	3.2%	6.2%	26.7%	3.5%	16.7%
	文化办公用品类	-8.8%	-6.6%	-4.4%	4.3%	-8.5%	-2.4%	-1.9%	10.0%	18.0%	-5.9%	9.1%
	汽车类	8.7%	-3.7%	-5.6%	-4.4%	-6.2%	-4.9%	-7.3%	0.4%	3.7%	6.6%	0.5%
	通讯器材类	16.2%	7.2%	13.3%	16.6%	2.9%	12.7%	14.8%	12.3%	14.4%	-7.7%	14.0%
地产相关	家用电器和音像器材类	5.7%	5.8%	4.5%	12.9%	-7.6%	-2.4%	3.4%	20.5%	39.2%	22.2%	39.3%
	家具类	4.6%	0.2%	1.2%	4.8%	1.1%	-1.1%	-3.7%	0.4%	7.4%	10.5%	8.8%
	建筑及装潢材料类	2.1%	2.8%	-4.5%	-4.5%	-4.4%	-2.1%	-6.7%	-6.6%	-5.8%	2.9%	0.8%
其他	石油及制品类	5.0%	3.5%	1.6%	5.1%	4.6%	1.6%	-0.4%	-4.4%	-6.6%	-7.1%	-2.8%

资料来源：国家统计局，同花顺 iFinD，国元证券研究所

个股方面，24 年 A 股及港股中的老铺黄金、泡泡玛特、长白山成为代表性消费牛股，均为情绪消费的典型代表。港股老铺黄金、泡泡玛特年内涨幅分别达到 496%/343%，A 股中长白山涨幅 181%。其中老铺黄金为我国古法金高端品牌，2024H1 营业收入

35.20 亿元，同比增长 148.34%；归母净利润 5.88 亿元，同比增长 198.50%。泡泡玛特作为国内潮玩龙头，强大的 IP 运营能力以及海外业务的强劲增长支撑基本面及股价。根据公司业务情况公告，24Q3 公司营业收入同比增长 120%-125%，其中中国内地收入增长 55%-60%，中国港澳台及海外收入增长 440%-445%。长白山虽然 24 年业绩受到极端天气的影响（24Q1-3 实现营收 5.95 亿元，同比增长 19.55%，归母净利润 1.48 亿元，同比下滑 2.52%），但基于冰雪游的持续火爆以及大交通改善和项目扩容逻辑，依然备受关注。

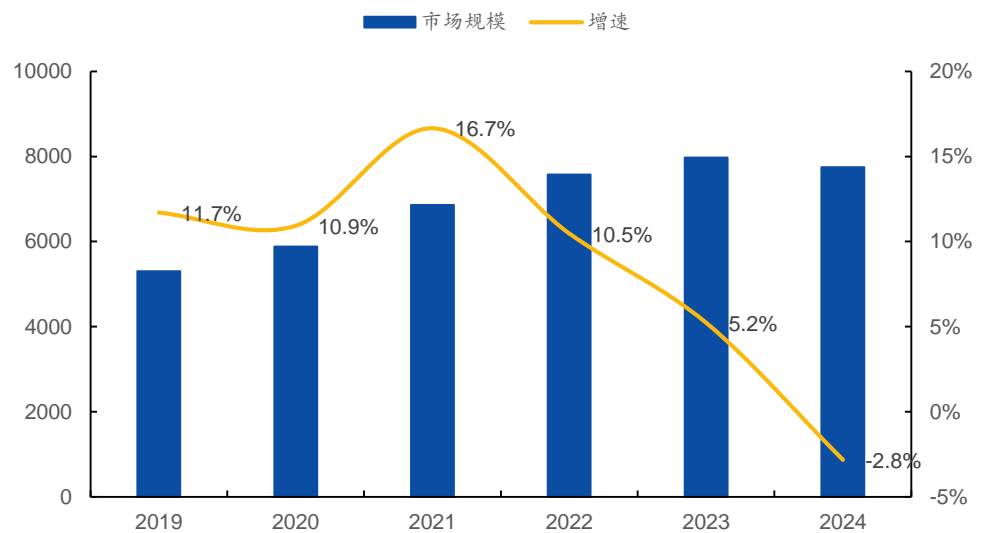
25 年核心关注政策端发力带动内需改善，可选消费具备弹性。24 年以来政府等多部门出台系列政策拉动内需市场。24 年 7 月，国家发展改革委、财政部联合对外发布了《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出将统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。8 月，国务院发布《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》，提出 6 方面 20 项重点任务，包括挖掘基础型消费潜力、激发改善型消费活力、培育壮大新型消费、增强服务消费动能、优化服务消费环境、强化政策保障等。24 年 12 月，中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”放在 25 年重点任务之首，提出实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。25 年 1 月，国家发改委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，家电产品中新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围，同时实施手机等数码产品购新补贴。服务消费方面，包括上海、杭州、深圳、河南等多省市 24 年 9 月以来发放消费券，刺激本地服务消费需求。25 年政策端有望持续发力，拉动内需市场回暖，可选消费具备弹性。

2. 化妆品：国货占比持续提升，成分认知带动产品销量

2.1 行业：整体增速略承压，价格端是否能够企稳值得关注

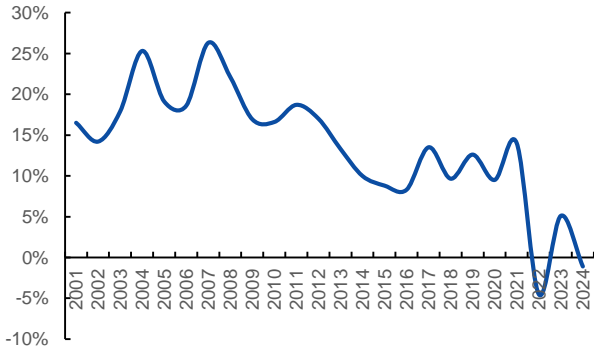
2024 年化妆品市场承压，全年小幅下滑，社零中化妆品增速是过去 20 年中唯二下滑年份。2024 年整体消费承压的背景下，化妆品市场由增转跌，根据青眼《2024 中国化妆品年鉴》，2024 年化妆品市场 7746.45 亿元，同比下滑 2.8%。社零中，限额以上单位化妆品 2024 年同比-1.10%，是过去 20 年以来唯二下跌年份。分月度来看，24 年整体月度增速波动较大，主要受到大促周期错位影响。平销方面，2/3 月增速分别为 4.0%/2.2%，三季度平销增速下滑，7/8/9 月增速分别为-6.10%/-6.10%/4.50%。大促方面，根据累计增速推算 5-6 月增速为-0.8%，10-11 月为-2.3%。

图 4：化妆品市场规模（亿元）及同比增速



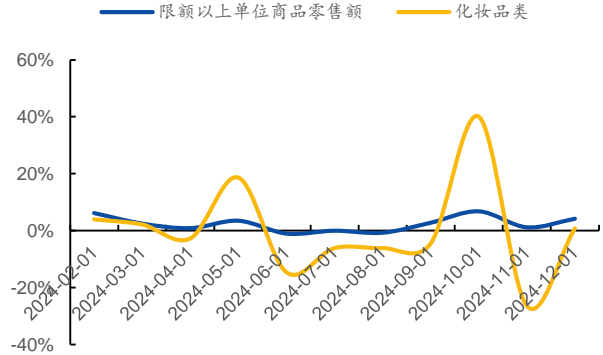
资料来源：青眼情报《2024 中国化妆品年鉴》，国元证券研究所

图 5：2001 年以来社零中化妆品品类同比增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

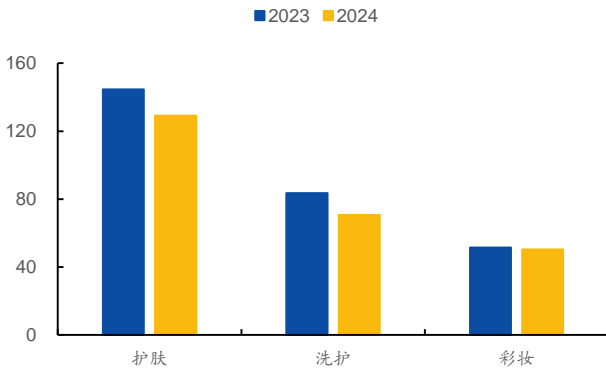
图 6：2024 年限额以上单位商品零售额及化妆品类同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

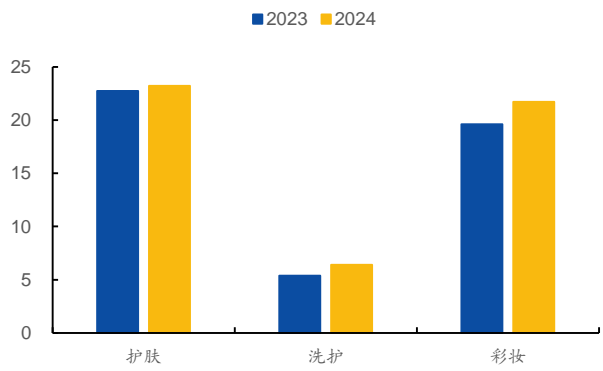
量价关系来看，24 年单价持续下滑，25 年价格是否企稳值得关注。根据魔镜洞察数据，2024 年 1-12 月淘天京东抖音三大平台护肤客单价从 2023 年的 144.7 元下滑至 129.1 元，下滑 12.07%；洗护客单价由 83.6 元下滑至 70.7 元，下滑 18.17%；彩妆客单价由 51.4 元下滑到 50.4 元，下滑 2.03%。价格压力对整体行业影响较大，如 24 年双十一期间，不少品牌选择破价加赠，牺牲毛利和 ROI 来缓解 GMV 压力。2025 年重点关注价格是否能够企稳，从而带动内卷竞争格局的改善。

图 7：护肤/洗护/彩妆 24 年在淘天京东抖音客单价（元）



资料来源：魔镜洞察，国元证券研究所

图 8：护肤/洗护/彩妆 24 年在淘天京东抖音销量（亿件）



资料来源：魔镜洞察，国元证券研究所

2.2 研发/产品：新原料备案提速，成分认知带动产品销量

供给端来看，24年新品备案数量稳健增长。24年1-10月累计新增备案商品总量46.14万个，总量较2023年同期微增3%。其中4月备案数量超8万，达到近3年备案数量月度新高。

图9：我国化妆品备案商品数及同比增速

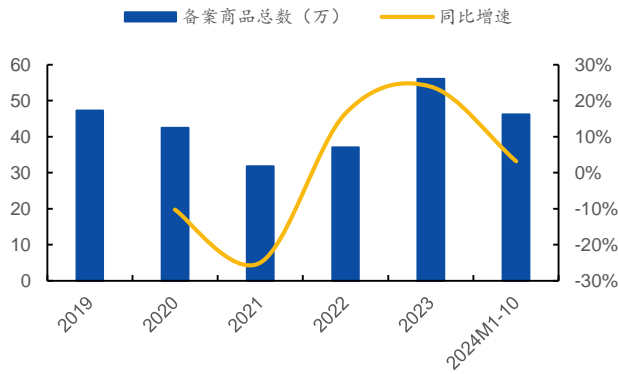
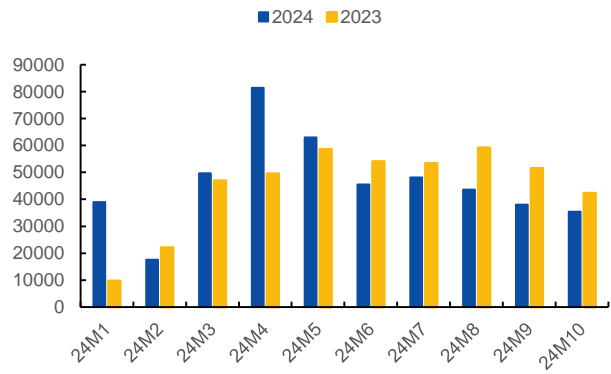


图10：2024VS2023年分月度化妆品备案商品数（个）



资料来源：美丽修行大数据，国元证券研究所

资料来源：美丽修行大数据，国元证券研究所

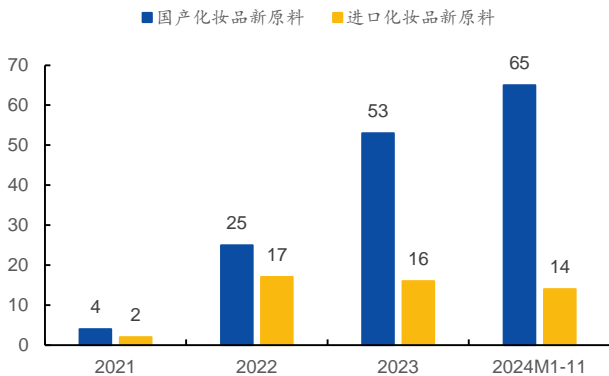
在成分创新方面，24年新原料备案继续提速，紧贴市场需求的突破性创新原料助力产品推新。2024年1-11月已备案化妆品新原料达到了79款，高于2023年全年69款。从备案主体来看，国产化妆新原料备案数量达65个，2023年为53个。其中头部国货化妆品品牌仍为重要参与者，贝泰妮备案新原料数量达9款，华熙生物/上海家化/敷尔佳分别有2款原料备案，水羊/丸美/片仔癀/福瑞达/上美分别有1款新原料备案。进口化妆品新原料数量为14个，其中意大利彩妆代工巨头莹特丽备案4款新原料。从成分应用来看，上美旗下环六肽-9，珀莱雅旗下3,3,5-三甲基环己醇琥珀酸酯二甲基酰胺以及合作湃肽的环肽-161已实现良好产业转化，成为品牌核心单品的支撑性原料。以珀莱雅3,3,5为例，在作用机理上通过加强细胞自噬降解暗沉色块，从根源干预暗沉色块的产生，解决当下美白产品暗沉反复的痛点，在成分安全性上，更为温和，渗透性佳且自带修护功效，与传明酸联合能够协同提升焕亮效果，成为珀莱雅美白系列大单品的核心成分。

表 2：国内美妆品牌企业备案新原料情况

备案人	化妆品新原料	备案时间
云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司	水龙 (LUDWIGIA ADSCENDENS) 提取物	2023. 7. 26
	蜂生假丝酵母/葡萄糖/扁核木油发酵产物	2023. 12. 11
	蜂生假丝酵母/葡萄糖/椰子油/扁核木油发酵产物	2023. 12. 11
	短葶飞蓬 (ERIGERON BREVISCAPUS) 提取物	2024. 1. 23
	荔枝草 (SALVIA PLEBEIA) 提取物	2024. 1. 23
	南方红豆杉 (TAXUS WALLICHIANA MAIREI) 籽油	2024. 3. 8
	南方红豆杉 (TAXUS WALLICHIANA MAIREI) 嫩枝提取物	2024. 3. 8
	总状绿绒蒿 (MECONOPSIS RACEMOSA) 提取物	2024. 6. 24
	梁王茶 (METAPANAX DELAVAYI) 提取物	2024. 7. 30
	岷江蓝雪花 (CERATOSTIGMA WILLMOTTIANUM) 提取物	2024. 8. 29
	金露梅 (DASIPHORA FRUTICOSA) 提取物	2024. 9. 19
	翠云草 (SELAGINELLA UNCINATA) 提取物	2024. 11. 1
华熙生物科技股份有限公司	水解透明质酸钙	2022. 7. 12
	N-乙酰神经氨酸	2022. 8. 19
	岩藻糖基乳糖	2024. 1. 16
	β -烟酰胺单核苷酸	2024. 2. 2
	吡咯并喹啉醌二钠盐	2023. 8. 2
湖南水羊生物科技有限公司	黑参提取物	2023. 10. 25
	吡咯并喹啉醌二钠盐	2023. 12. 4
	无柄灵芝菌丝体发酵产物滤液	2024. 7. 9
哈尔滨敷尔佳科技股份有限公司	β -烟酰胺单核苷酸	2023. 11. 1
	苦参碱水杨酸盐	2024. 7. 19
上海家化联合股份有限公司	乙酰姜黄酮	2024. 8. 23
	金耳 (Tremella aurantialba) 子实体提取物	2024. 10. 16
	青钱柳 (CYCLOCARYA PALIURUS) 叶提取物	2024. 11. 1
广东丸美生物技术股份有限公司	指橙提取物	2023. 9. 25
	裂褶菌 (SCHIZOPHYLLUM COMMUNE) 发酵产物滤液	2024. 8. 27
福建片仔癀化妆品有限公司	金线莲 (ANOECTOCHILUS ROXBURGHII) 提取物	2024. 5. 9
上海中翊日化有限公司	环六肽-9	2024. 4. 7
珀莱雅化妆品股份有限公司	3, 3, 5-三甲基环己醇琥珀酸酯二甲基酰胺	2023. 11. 3
山东福瑞达生物股份有限公司	10-羟基-2-癸烯酸	2024. 7. 19

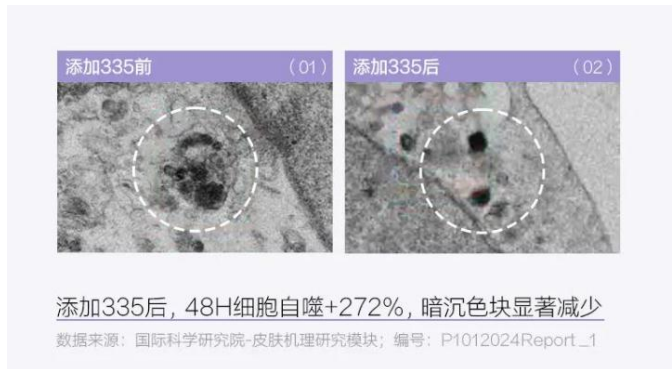
资料来源：NMPA，国元证券研究所

图 11: 2021-2024 国产及进口化妆品原料数量 (个)



资料来源: NMPA, 国元证券研究所

图 12: 珀莱雅光学瓶核心成分 3-3-5



资料来源: 珀莱雅公众号, 国元证券研究所

热销商品方面, 淘系可复美胶原棒登顶, 抖音韩束红蛮腰蝉联, 同时多个白牌产品杀入榜单。从淘系及抖音 TOP20 链接榜单来看, 淘系平台可复美胶原棒在成分+超头带动下实现销量爆发, 单链接突破 10 亿; 抖音方面, 韩束红蛮腰蝉联榜首, 自然堂套盒表现不俗, 同时白牌产品杀入榜单, 包括 UODO 粉底液、三资堂睫毛打底膏、DPDP 粉底液等。

表 3: 2024 淘系护肤类目 (左侧) 及抖音美妆类目 (右侧) 年度 TOP20 链接商品

链接名称	品牌	销售额 (亿元)	链接名称	品牌	销售额 (亿元)
【李佳琦直播间母婴节】【预售 11 月 5 日前发货】可复美胶原棒次抛	可复美	10.07	【38 节礼物】韩束红蛮腰环六肽 2.0 繁花限定礼盒抗皱紧致护肤品	KANS/韩束	13.11
【新年礼物】赫莲娜黑绷带面霜抗皱紧致晚霜护肤品化妆品礼盒年货	HR 赫莲娜	5.47	【限定礼盒】自然堂美白淡斑护肤礼盒-洁面/爽肤水/乳液/精华嫩白	CHANDO/自然堂	4.88
【李佳琦新年大扫除专场】赫莲娜黑绷带面霜修护抗肌肤初老礼盒	HR 赫莲娜	4.43	【38 节礼物】韩束白蛮腰美白抗皱淡斑水乳面霜精华护肤套装	KANS/韩束	4.49
【新年礼物】珀莱雅红宝石面霜 3.0 双环肽胜肽抗皱淡纹紧致礼盒	珀莱雅	4.07	【3·8 抢先购】HR 赫莲娜黑绷带玻色因面霜紧致抗皱修护晚霜天后同款	赫莲娜	4.11
【李佳琦全品类爆款节】修丽可 AGE 面霜 30%玻色因溶液*	修丽可	3.41	【官方正品】uodo 粉底液混干油皮水润持妆控油遮瑕防汗保湿持久推荐	UODO/优沃朵	3.85
【新年礼物】兰蔻菁纯眼霜 秋冬淡纹紧致饱满保湿抗老年轻化眼霜	Lancome 兰蔻	3.31	雅诗兰黛紧致小棕瓶精华眼霜舒缓修护抗皱护肤提拉淡纹	ESTEE LAUDER/雅诗兰黛	3.80
【李佳琦直播间爆品节】理肤泉 B5 面膜 PRO 补水修护 48h 内发货*	理肤泉	3.14	【婧姐专属】三资堂睫毛打底膏防水防汗纤长卷翘睫毛膏不晕染	三资堂	3.54
【李佳琦新年大扫除专场】欧莱雅玻色因安瓶面膜玻尿酸修护秋冬*	欧莱雅	3.08	DPDP【痒幼同款】空气持妆粉底液秋冬轻薄遮瑕水润持久混干油皮	DPDP	3.43
【新年礼物】珀莱雅双抗精华 3.0 抗氧化抗糖面部去黄提亮补水礼盒	珀莱雅	2.96	【VC 第三代】官方正品五重维 c 素颜霜 提亮抗皱遮瑕隔离美颜保湿懒人	VC	3.42
【新年礼物】SK-II 神仙水面部精华液 保湿控油抗皱限定礼盒 sk11sk2	SK-II	2.93	BUV 叶绿素氨基酸细嫩洁面细腻毛孔深层清洁黑头控油男女通用	BUV	3.30

【年货节达人专享】珀莱雅红宝石面霜 3.0 双环肽抗皱紧致	珀莱雅	2.77	【黄奕推荐情人节好礼】原生密码面膜微分子抗衰精华面膜紧致淡纹	原生密码	3.27
【新年礼物】韩束红蛮腰水乳套装护肤品礼盒妈妈紧致抗皱环六肽	韩束	2.76	【专攻黑头 细腻毛孔】温博士 B5 舒缓水杨酸面膜细腻毛孔去黑头面膜	wenboshi/温博士	3.05
【新年礼物】娇韵诗双萃精华液紧致淡纹熬夜面部精华护肤品	娇韵诗	2.71	【38 好礼】谷雨雪肌水乳套装美白奶罐面霜补水修护去黄护肤 ZB31	谷雨	2.99
【新年礼物】雅诗兰黛第七代小棕瓶精华礼盒面部精华保湿修护淡纹	雅诗兰黛	2.68	【专攻黑头 细腻毛孔】温博士 B5 舒缓水杨酸面膜细腻毛孔去黑头面膜	wenboshi/温博士	2.97
【李佳琦全品类爆款节】兰蔻全新菁纯眼霜 玻色因淡纹*	Lancome 兰蔻	2.59	【限定礼盒】自然堂凝时冰肌水/乳液/面霜精华抗老紧致礼盒	CHANDO/自然堂	2.88
新版至本舒颜修护洁面乳 120g 温和清洁氨基酸表活洗面奶泡沫绵密	至本	2.54	【限定礼盒】自然堂紧致抗皱焕活淡纹礼盒-洁面/水/乳/霜/精华	CHANDO/自然堂	2.81
【新年礼物】雅诗兰黛第五代小棕瓶熬夜眼霜 保湿抗皱淡化黑眼圈	雅诗兰黛	2.51	【38 送礼】谷雨光感水乳新年礼物美白精华奶罐面霜 ZB11	谷雨	2.62
【新年礼物】兰蔻全新菁纯逆龄面霜 淡纹紧致饱满 滋润焕亮面霜	Lancome 兰蔻	2.44	【男女通用】娇润泉氨基酸洗面奶温和清洁保湿不紧绷深层清洁	JOYRUQO/娇润泉	2.61
【圣诞礼物】海蓝之谜精萃水修护保湿抗皱舒缓紧致精粹水	LA MER 海蓝之谜	2.34	【曾黎同款 7 组】造物者软膜山茶花精华套盒紧致提亮玻尿酸缩毛孔	造物者	2.60
【加购 10 月 14 号李佳琦超级美妆节】资生堂悦薇水乳套装紧致修护	SHISEIDO 资生堂	2.34	【姜艺潇颖儿同款】2 瓶 e11 卸妆油 +3 支旅行装深层清洁全脸温和洁面油	ELL	2.58

资料来源：炼丹炉，飞瓜数据，国元证券研究所

注：该榜单为单链接榜单，与实际产品可能存在单产品多链接情况，与实际商品榜单存在一定出入。

2.3 渠道：渠道红利式微，关注微信小店

线上渠道持平线下微跌，淘天跌幅收窄，抖音渠道增长有所放缓。渠道方面，根据青眼《2024 中国化妆品年鉴》，2024 年线上渠道销售额 4055.27 亿元，同比增长 0.4%，线下化妆品销售额 3691.17 亿元，同比下滑 6.1%。重点渠道方面，淘天渠道整体下滑有所收窄，全年个位数下滑；抖音渠道作为过去几年的增长红利渠道，在 24 年特别是 24 年下半年增速有所放缓，全年增速为 23%。

图 13：2024 年线上及线下渠道增长情况

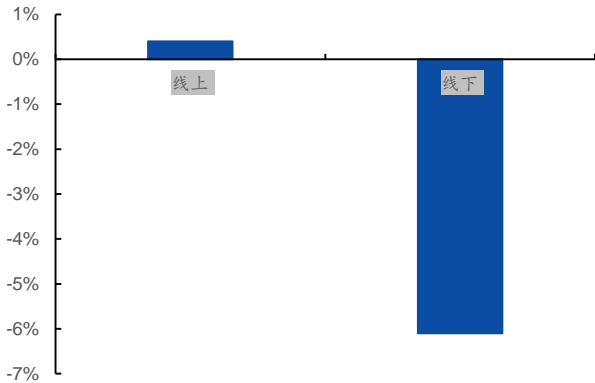
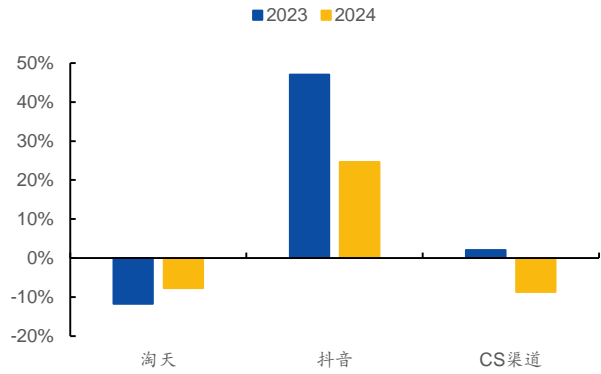


图 14：淘天、抖音、CS 渠道化妆品品类增速

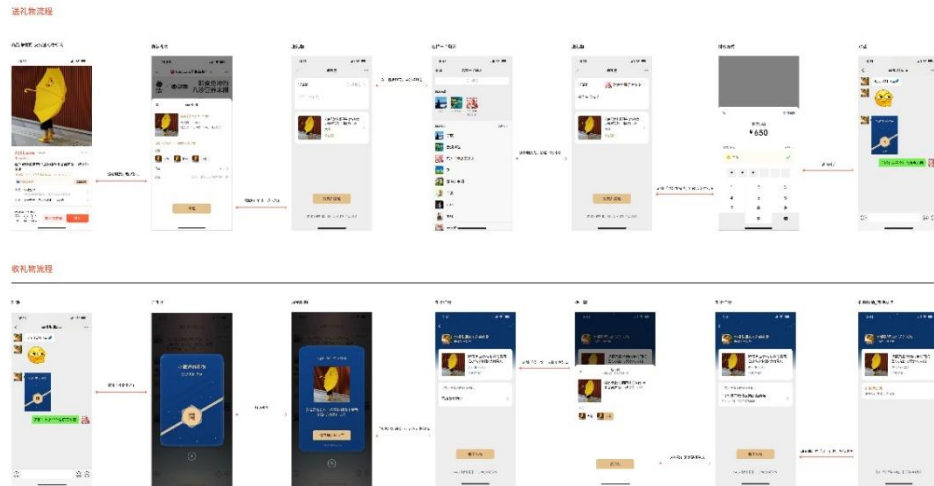


资料来源：青眼情报《2024 中国化妆品年鉴》，国元证券研究所

资料来源：青眼情报《2024 中国化妆品年鉴》，国元证券研究所

微信小店上线送礼功能，美妆消费场景进一步丰富。根据微信官方 12 月 17 日公告，微信小店目前正在灰度“送礼物”功能，用户轻触满足规则的产品选择款式、浏览金额，选择朋友并完成支付后，自动送出礼物，接收方点击聊天中的礼物消息，填写收货地址后即可收下礼物。我们认为参考微信红包对于微信支付的推广助力，微信“送礼”功能同样有望借力微信生态的巨大社交流量，导入微信小店。美妆品类可选属性和礼品属性较强，有望率先受益。

图 15：微信送礼与收礼流程



资料来源：微信小店运营团队，国元证券研究所

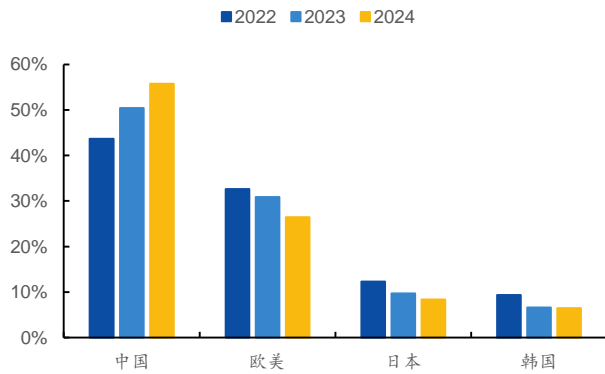
2.4 品牌：国货占比持续提升，关注集团多品牌多品类布局

竞争格局方面，国货占比持续提升，24 年份额达到 56%，欧美品牌遇冷。根据青眼数据，中国化妆品市场中国货占比持续提升，23 年份额超过 50%，24 年达到 56%。日韩品牌在中国市场持续下滑，24 年欧美品牌也遇冷，2024 年中国/欧美/日本/韩国品牌销售额同比分别+7.46%/-16.93%/-15.99%/-5.02%。在整体行业增速疲软的背景

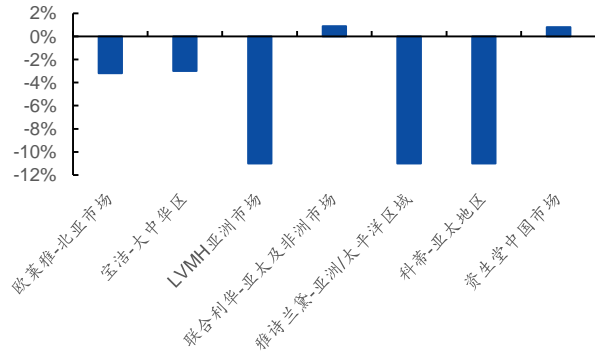
下，国货崛起是主要投资旋律。

图 16：近 3 年中国及外资品牌化妆品市场份额变化

图 17：2024 年部分国际美妆集团中国相关区域销售变动情况



资料来源：青眼情报，国元证券研究所



资料来源：聚美丽，国元证券研究所

市场向存量竞争过渡，关注头部美妆集团产品系列、品牌矩阵的扩充及外部并购布局。当下国货头部品牌珀莱雅、韩束等已步入 50 亿阵营，对于单品牌而言差异化产品矩阵的打造成为维持品牌有机增长的必由之路。目前头部品牌多以功效或应用场景为系列区隔，如珀莱雅红宝石系列（抗衰）、双抗系列（焕亮）、源力系列（修护）、光学系列（美白）以及可复美在大修护赛道中，针对医美术后和熬夜修护分别布局修护系列和焦点系列。多价格带布局进一步拓宽品牌天花板，如珀莱雅能量系列。对于美妆集团而言，单品牌内生增长企稳态势下，竞争核心转向多品牌矩阵的打造。各大美妆集团一方面通过自有品牌孵化密集进行多赛道布局，如上美、珀莱雅、福瑞达相继布局洗护赛道，福瑞达旗下珂谧、上海家化旗下玉泽，以及锦波生物旗下同频相继介入医美术后修复赛道。另一方面，通过体外并购降低培育难度，布局在品类、价格带、渠道等多方面协同性较高的赛道打造第二增长曲线，如水羊先后收购高奢品牌 EDB 和 RéVive，后者有望借助在欧洲大陆的品牌声量复用 EDB 渠道实现国内业务扩张。贝泰妮收购悦江投资纳入旗下 ZA 和泊美扩充 50-200 元价格带大众彩妆布局。

总结来看，2024 年化妆品市场承压，全年小幅下滑，社零中化妆品增速是过去 20 年中唯二下滑年份。量价关系来看，24 年单价持续下滑，25 年价格是否企稳值得关注。产品及研发端，2024 年 1-11 月已备案化妆品新原料达到了 79 款，高于 2023 年全年 69 款，其中国产化妆新原料备案数量达 65 个，成分认知带动产品销售增长成为趋势，重点关注品牌的成分推新、科学传播以及消费者教育。渠道端，24 年线上渠道持平线下微跌，淘天跌幅收窄，抖音渠道增长有所放缓，整体渠道红利式微，精细化运营重要性越来越突出，微信小店作为新兴渠道值得关注。品牌方面，国货占比持续提升，24 年份额达到 56%，欧美品牌 24 年遇冷。在整体行业增速疲软的背景下，国货崛起是投资主旋律。市场向存量竞争过渡背景下关注头部美妆集团产品系列、品牌矩阵的扩充及外部并购布局。标的上，我们认为 25 年更多关注精选个股，重点看好：巨子生物、珀莱雅、润本股份、丸美股份、上美股份、毛戈平，关注：福瑞达、贝泰妮、水羊股份、华熙生物、上海家化等。

3. 医美：2024 下证大年，关注差异化新品

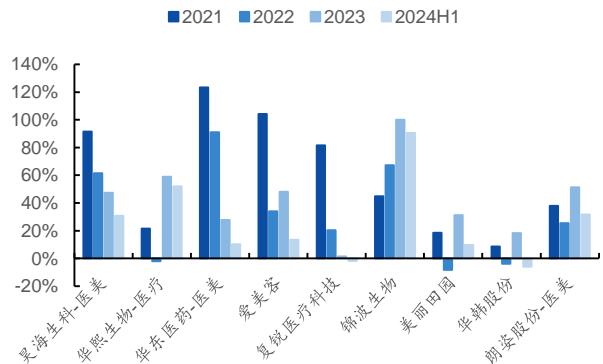
24 年医美行业增速放缓，据第三方预估全年增速约为 10%，其中客单价有所走低，25 年增速有望有所修复。复盘 2024 年医美行业，受宏观环境影响，行业整体增速有所放缓，根据艾尔建及德勤预测 24 年医美市场整体增速达 10% 左右，虽然依然维持了双位数的增长，但相比其推算的 2023 年 20% 增速有所放缓。考虑到医美渗透率提升逻辑和多元化品质医美需求驱动，艾尔建及德勤预计未来四年市场有望保持 10-15% 的复合增速，在消费赛道中依然保持了相对优势。客单价方面，2024 年医美消费延续 2023 年的态势，消费额高开低走，追美数据平台数据显示，下半年客单价同比下降 30.9%，医美消费总量同比增长 27.1%。

图 18：中国医美市场规模与增速预测

图 19：主要医美上市公司收入同比增速情况



资料来源：《中国医美行业 2024 年度洞悉报告》，国元证券研究所



资料来源：同花顺 iFinD，国元证券研究所

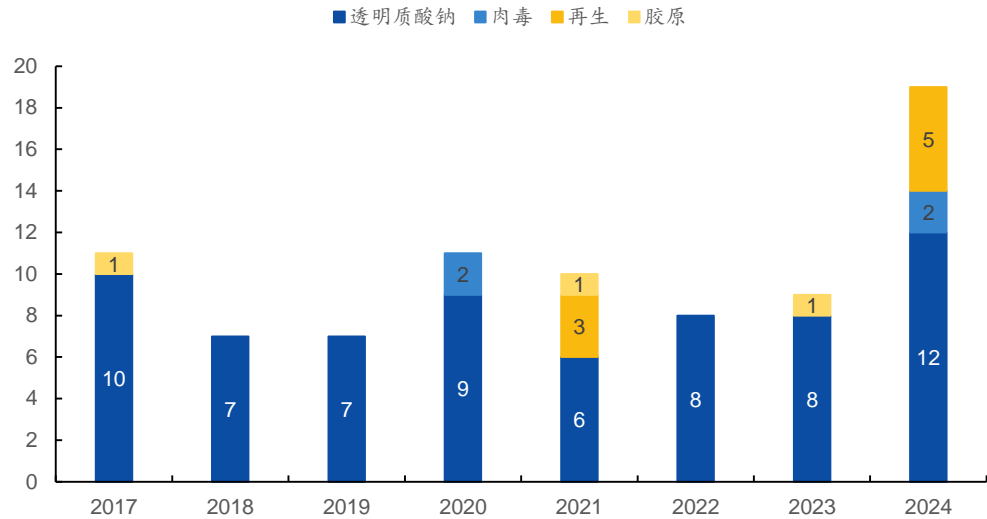
注：昊海生科为其医美与创面护理业务增速，华熙生物为其医疗终端业务增速，华东医药为其医美业务增速

合规化持续推进，同时监管侧释放部分积极信号。24 年医美行业合规化进程持续推进，包括年初平台医美直播的叫停，11 月国家药品监督管理局 (NMPA) 对湖南省内 7 家企业的超声治疗仪注册证进行了重要调整，统一取消了这些设备原本适用于“医疗机构康复科、皮肤科、整形美容科、妇产科相关疾病的辅助治疗”的标注等。与此同时我们也看到监管侧对于行业释放部分积极信号，2024 年 10 月 30 日，北京市市场监管局、卫健委、中医药管理局联合发布《关于优化医疗广告管理工作的通知》，《通知》第一条明确信息公开与商业广告界限，医疗机构按照《电子商务法》《医疗卫生机构信息公开管理办法》及国务院卫生健康主管部门规定的内容、形式和途径，以保障公众知情权、科学研究与科普宣传为目的，主动、真实、准确公开机构基本情况、公共服务职能、重点学科、医务人员信息、诊疗服务、服务流程、环境导引、志愿者招募等信息的行为，一般不视为商业广告活动。从源头捋顺医疗广告与医疗信息的分类难题。

供给端，2024 年“下证大年”，上游合规产品持续丰富。我们根据摩熵医药数据库不完全统计，2024 年医美相关玻尿酸医美产品获批 12 款，是 2017 年医美监管加强以来获批数量最多的一年，肉毒类产品获批 2 款，打破了过去肉毒产品四分天下的格局。再生产品方面，全年有 5 款产品获批，使得再生类产品一下从 3 款扩容至 8 款。

上游供给端的丰富一方面得益于医美近几年上游热度较高，资本涌入丰富上游研发储备，2024年逐步进入收获年；另一方面，体现了监管引导市场合规化产品占比提升，打击非合规产品的大趋势。

图 20：2024 年注射类产品获批情况（个）



资料来源：NMPA，摩熵数据库，国元证券研究所

注：该统计为不完全统计，通过关键字筛选，统计结果可能存在遗漏和误差

(1) 玻尿酸填充：成熟赛道，上游厂商布局精细化差异化。目前在医美机构中，玻尿酸贡献的销售额占比超过一半，仍为第一大品类，预计市场规模将持续增长。根据弗若斯特沙利文预测，基于透明质酸的皮肤填充剂产品到 2026 年将达到 196 亿。根据艾尔建美学，玻尿酸注射在 2023 年为机构主营的第一大优势品项，并在未来 2-3 年持续为机构看好的第一大品项。据我们不完全统计，NMPA 批准的有效期内三类医疗器械中产品名含透明质酸钠，适用范围含纠正皱纹、增加面部容积等医美方向的产品共 68 个，其中 2024 年新增 12 款，产品相对丰富价格带范围也较广。作为成熟品类，近年来连锁机构通过贴牌形式进入上游以实现利润最大化，而上游厂商则通过精细化产品布局巩固竞争优势，包括新适应症开发和新技术（不同交联技术，不同分子大小，内聚力等）两大方向。此前玻尿酸赛道中中分子产品较多，而小分子和大分子产品相对稀缺。24 年新品方面，华熙生物获批了市场上第二款注射用透明质酸钠复合溶液，适用范围为纠正成人颈部中重度横纹，打破爱美客嗨体的独占优势。艾尔建 24 年获批三款产品，分别是乔雅登旗下朔颜、越致、盈致。其中朔颜是一款专为下面部轮廓精雕而设计的玻尿酸产品，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。

表 4：部分 2024 年获批部分玻尿酸相关产品

注册证编号	注册人名称	商品名	产品名称	适用范围/介绍
国械注准 20243131359	华熙生物科技股份有限公司	润致格格	注射用透明质酸钠复合溶液	纠正成人颈部中重度横纹
新适应症 国械注准 20243131969	海雅美生物技术(珠海)有限公司	海维纳斯海π	注射用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额部后缩
国械注准 20243131967	爱美客技术发展股份有限公司	新宝尼达	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额部后缩 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。
国械注准 20243131239	上海其胜生物制剂有限公司	海魅月白	注射用氨基酸交联透明质酸钠凝胶	采用自主研发的全球首创有机交联工艺，是国内唯一一款使用天然产物赖氨酸作为交联剂的玻尿酸产品 该产品用于面部骨膜上注射，以改善中度
国械注进 20243130405	艾尔建 ALLERGAN	乔雅登朔颜	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm VOLUX	下颌后缩患者的下颌轮廓。 在 Vycross®系列中具有最高的弹性模量与内聚力，拥有最强提拉塑形能力 产品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
新技术 国械注进 20243130436	艾尔建 ALLERGAN	乔雅登盈致	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm ULTRA XC	因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛。 采用 HYLACROSS®技术生产出的全新一代均质化玻尿酸凝胶 该产品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
国械注进 20243130412	艾尔建 ALLERGAN	乔雅登越致	含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶 Juv é derm ULTRA PLUS XC	卡因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛。 采用 HYLACROSS®技术生产出的高浓度、高交联度的全新一代均质化玻尿酸凝胶

资料来源：NMPA，昊海生科公司公告，艾尔建美学公众号，国元证券研究所

(2) 肉毒产品方面，2024 年迎来新品和新适应症。据 ISAPS (The International Society of Plastic Surgery, 国际美容整形外科学会) 调查数据，近 5 年来肉毒素治疗量稳居全球医美非外科手术处理类 TOP1，从 2019 年的 627.1 万例增长到 2023 年的 887.8 万例，五年内增长约 40%，市场规模不断扩大。中国的肉毒素市场庞大，且具有快速增长的特点，根据弗若斯特沙利文的数据，2017-2021 年，中国肉毒素产品的市场规模由人民币 19 亿元增加至人民币 46 亿元，复合年增长率为 25.6%，预计市场规模将于 2025 年及 2030 年分别达到人民币 126 亿元及人民币 390 亿元。2020 年前我国长期仅有衡力和保妥适两款肉毒产品，2020 年吉适和乐提葆获批上市，2024 年又迎来各具特点两款新品。其中 Xeomin (西马) 于 2024 年 2 月获批，是 Merz 旗下一款纯净型 A 型肉毒毒素，不含任何复合蛋白，不加赋形剂，除了不会因抗体的产生而降低其效果，还可进行常温运输和储存，常温保存可长达 3 年。

Daxxify 达希斐则于 9 月获批，根据医美部落，Daxxify 达希斐是全球首款也是唯一一款长效肽制剂神经调节剂，适用于暂时性改善成人因皱眉肌/或降眉间肌活动引起的中度至重度皱眉纹。24 年 6 月，艾尔建旗下保妥适暂时性改善成人显著或非常显著的咬肌突出（肥大）适应症获得国家药品监督管理局注册批准。后续产品方面，华东医药代理重庆誉颜注射用重组 A 型肉毒毒素 YY001，已于 2024 年 12 月上市许可申请获受理，YY001 是全球首款且目前唯一已递交上市申请的重组 A 型肉毒毒素产品，避免了传统技术路线使用肉毒杆菌生产肉毒毒素的生物安全风险，具有纯度高、比活性高、免疫原性低的特征。爱美客代理 Huons 的注射用 A 型肉毒毒素注册申报也已获得受理。2025 年肉毒产品供给有望进一步丰富。

表 5：国内肉毒产品情况一览

已获批产品	所属公司	获批时间
衡力	兰州生物制品研究所	1997
保妥适	艾尔建美学	2003
吉适	Ipsen SA	2020
乐提葆	Hugel	2020
西马	Merz	2024
达希斐	复星医药	2024

资料来源：弗若斯特沙利文，NMPA，国元证券研究所

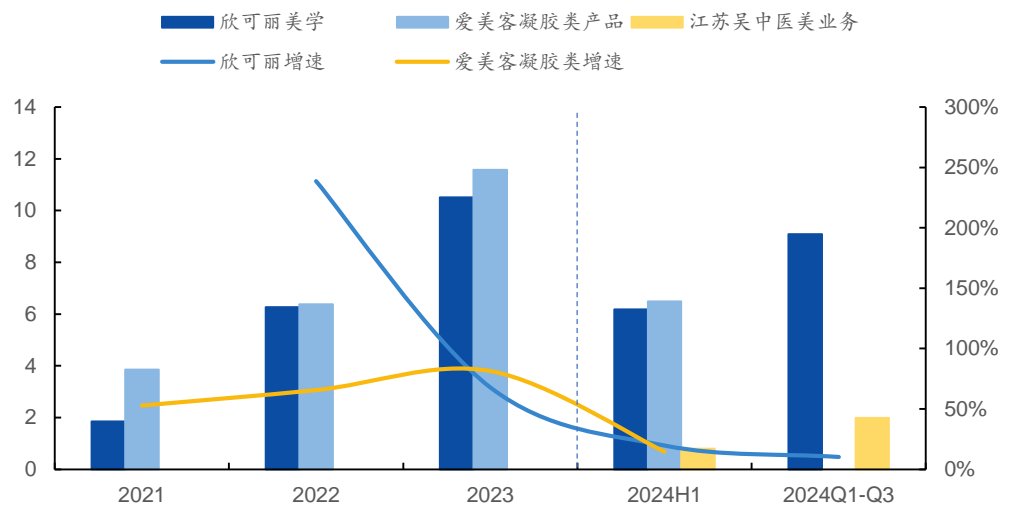
(3)再生产品 24 年获批提速，25 年迎来 CaHA 新材料。自 2021 年再生元年以来，2022-2023 年均为产品获批空窗期，2024 年包括首款 PDLLA 微球产品 AestheFill（艾塑菲）以及全球使用历史最久、高德美旗下的 Sculptra（塑妍萃）在内 5 款医美再生类产品集中获批上市。25 年 2 月摩漾生物获得了首个面部软组织填充用途 CaHA 羟基磷酸钙注射针剂三类医疗器械注射证。目前国内再生材料快速丰富，已涵盖 PLA、PLLA、PDLLA、PLLA-PEG、CaHA 等多种类型，其他新原料如多聚脱氧核苷酸（PDRN）、多聚核苷酸（PN）、丝素蛋白等也备受关注。同时我们看到 24 年新品也对 21 年上市的两款老品销售增长形成一定冲击，24H1 爱美客旗下包含濡白天使在内的凝胶类产品收入同比增长 14.57%达 6.49 亿元，第三季度爱美客销售收入同比增长 1.10%，凝胶类产品及公司整体增速均有所放缓。前三季度华东医药欣可丽美学收入同比增长 10.31%达 9.09 亿元，同样相比 23 年增速放缓明显。目前艾尔建、Merz、四环医药、乐普医疗、尚礼生物等诸多企业均有再生材料在研产品布局，新品的不断推出有望持续驱动再生类产品的渗透。

表 6：不同再生材料盘点

材料	优势	不足
聚左旋乳酸	刺激成纤维细胞和胶原蛋白产生弹性纤维等，效果自然，持续时间长	需少量多次注射，即刻填充效果不如传统填充材料
聚己内酯	注射后可刺激自体胶原蛋白再生，效果自然	降解时间长，注射后脸部会有红肿，少数会有淤青
PMMA	刺激人体胶原蛋白生长，达到支撑效果持久的作用	在体内难以降解
PVA	注射后在骨膜表面形成一层保护膜，多次注射后不断刺激人体胶原蛋白新生	在体内难以降解
羟基磷灰石	发展成熟，能促进人成纤维细胞增殖和促进 I 型、III 型胶原蛋白新生，还可以促进弹性纤维和弹性蛋白形成	应用范围比较局限，一般只能用于皮下骨面，不能用于皮肤的各个层次
人源细胞外基质	具有即刻填充、长效自然双重优势，有利于细胞的粘附、迁移、分化，再生诱导性强，同时减少了免疫原性	需解决规模化生产难题，降低生产成本
脱细胞基质	诱导并促进成纤维细胞的迁移和释放，持续时间长，副作用小	免疫原性，注射几个月后才能出现明显效果，注射成本高
PHA	天然聚合物，可降解，在体内与细胞具有良好的生物相容性，细胞可以在由 PHA 制成的支架上良好生长	规模化生产难度大
丝素蛋白	优秀的生物相容性、低免疫原性，对细胞有粘附和引导生长作用，可诱导自体软组织产生，降解时间可调控	蚕丝来源导致其和人体组织成分有一定差异，再生性能相对较差，且提取成本高
柠檬酸	生物相容性好，能诱导细胞黏附、增殖和迁移，可降解为水和二氧化碳	再生诱导性存在一定不足

资料来源：动脉橙产业智库，蛋壳研究院，国元证券研究所

图 21：上市公司相关再生产品收入规模（亿元）及增速



资料来源：各公司公告，国元证券研究所

注：虚线左侧为 2021-2023 全年数据，右侧为 2024 上半年及前三季度数据。

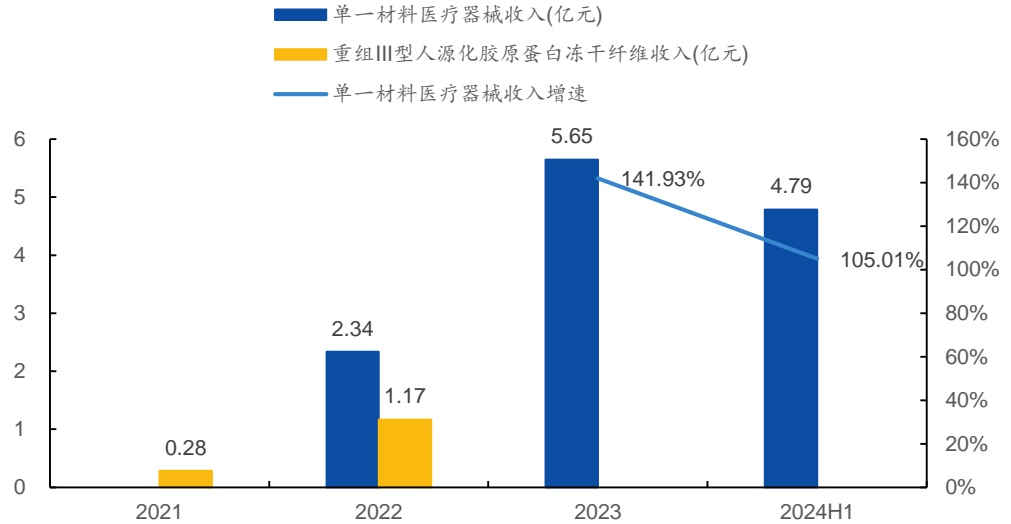
表 7：2021-2024 年再生材料获批情况

国家/地区	获批时间	产品名称	主要成分	研发企业
国械注准 20243131626	2024 年	塑妍真·真好	PCL	谷雨春
国械注进 20243130557	2024 年	塑妍萃 Sculptra	PLLA	高德美
国械注准 20243132279	2024 年	普丽妍	PLLA	普丽妍
国械注进 20243130043	2024 年	艾塑菲 AestheFill	PDLLA	江苏吴中（代理）
国械注进 20243130041	2024 年	Bellafill	PMMA	杭州瑰泉（代理）
国械注准 20213130460	2021 年	濡白天使	PLLA-PEG	爱美客
国械注准 20213130276	2021 年	艾维岚	PLLA	长春圣博玛
国械注进 20213130100	2021 年	伊妍仕 ELLANSE	PCL	华东医药

资料来源：NMPA，医与美前沿公众号，国元证券研究所

（4）重组胶原蛋白方面，锦波一枝独秀，25 年市场产品端有望迎来扩容。医美获批的三类产品来看，目前仅锦波生物获两款三类证，锦波旗下医美产品线涵盖薇旖美 4mg 极纯、薇旖美 10mg 至真、薇旖美 XVII 型、兰蜜等。24 年上半年锦波生物单一材料医疗器械（主要为薇旖美）销售收入达到 4.79 亿元，同比增长 105.01%，全年预计锦波生物实现净利润 7.19-7.37 亿元，同比增长 140%-146%。同时锦波的出海策略也取得的阶段性成果，24 年 11 月旗下品牌 Ayouth 皮肤填充剂获得越南主管当局颁发的 D 类医疗器械注册证，1 月 ProtYouth 三重胶原蛋白面霜、胶原多肽精华液美国 FDA 认证，重组 III 型人源化胶原蛋白成功获得巴西发明专利授权。原料方面，除了 I、III 以及 XVII 型胶原被广泛关注和运用于产品中外，IV 型胶原近期也取得了新的进展。25 年 1 月，锦波生物取得山西省药监局批准的含 A 型重组 IV 型人源化胶原蛋白的二类医疗器械证，2 月巨子生物旗下品牌可复美正式推出重组胶原蛋白新品“帧域密修系列”。后续储备产品方面，巨子生物、江苏创健、华熙生物、聚源生物、福瑞达等多家厂商均有三类械布局，市场产品端有望进一步扩容，细分赛道潜力较强，新进入者有望继续享受赛道红利。

图 22：锦波生物单一材料医疗器械收入（亿元）及增速

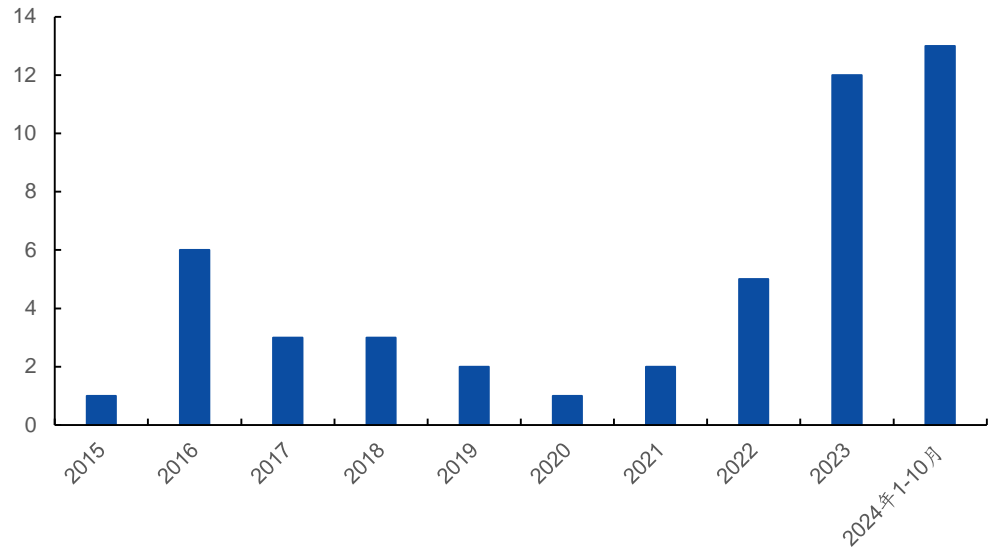


资料来源：公司公告，国元证券研究所

(5) 减重赛道空间广阔，24 年国内多款重磅药物和光电产品减重适应症药物获批。根据《中国美体塑形白皮书》显示，2022 年中国美体塑形市场规模达到 8000 亿元，预计 2024 年市场规模将扩大至万亿。24 年 GLP-1 诺和盈（司美格鲁肽减重版）获批、光电仪器中艾尔建冷冻减脂仪获批上市。10 月底爱美客布局食品级产品多弥超模丸，其在减重赛道亦有司美格鲁肽以及溶脂针等多产品储备。

(6) 光电方面，审批加速，国产厂商奋起直追。国内产能量源设备厂商早先多聚焦中低端市场，凭借价格优势抢占市场，近年来半岛医疗、奇致激光、吉斯迪、科英激光、普门科技等经过多年发展已经进入行业靠前位置。在强脉冲光、调 Q 激光、二氧化碳激光、黄金微针等领域有优秀的产品跑出。24 年整体光电三类证审批也在加速，以强脉冲光产品为例，据国家药监局显示，截至 2024 年 9 月，共有 10 多款进口强脉冲光治疗设备获批，包括科医人、飞顿、赛诺龙、Jeisys 等企业的产品，截止 24 年 10 月 10 日，全年已有 13 款国产强脉冲光治疗仪获批，为历年之最。同时监管政策的持续调整和规范行业发展，以医美超声赛道为例，24 年下半年 NMPA 对湖南省内 6 家企业的 7 款超声治疗仪注册证进行调整，明确取消了上述设备原本适用于医疗机构康复科、皮肤科、整形美容科、妇产科相关疾病的辅助治疗的标注，影响包括半岛超声炮在内的多个产品。

图 23：各年国产脉冲光治疗仪获批情况（个）



资料来源：动脉网，国元证券研究所

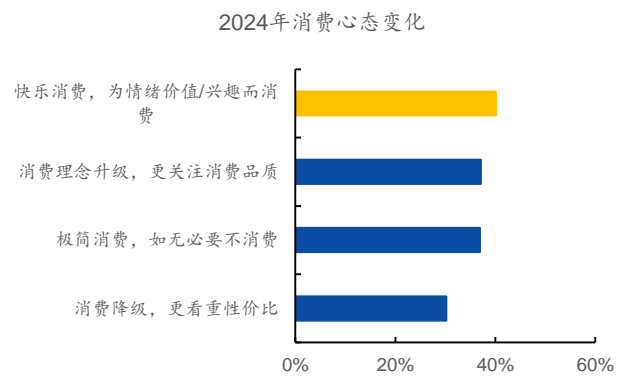
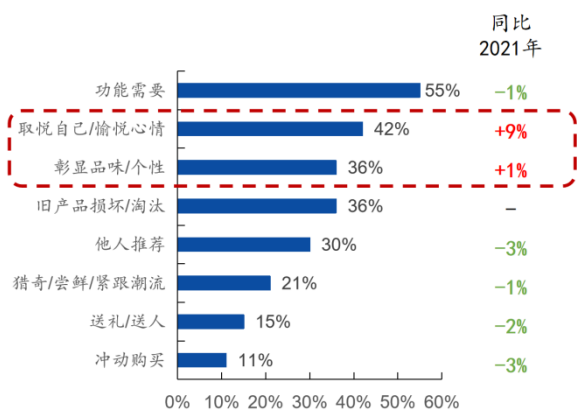
总结来看，2024 年受到客单价下滑影响，医美市场增速有所放缓，但在可选消费中依然相对有韧性，监管层面合规化持续推进，同时也释放了部分积极信号，如 2024 年 10 月 30 日，北京市市场监管局、卫健委、中医药管理局联合发布《关于优化医疗美容广告管理工作的通知》，明确信息公开与商业广告界限。供给端来看，2024 年是“下证大年”，注射光电等多个品类获证数量都创了历年之最，极大的丰富了上游供给，但同时也加剧了上游厂商的竞争。从各个细分赛道景气度和竞争格局来看，玻尿酸方面，作为成熟品类上游厂商主要通过精细化和差异化布局实现增长，2025 年重点关注华熙生物“格格针”以及艾尔建“朔颜”等新品表现。肉毒领域，24 年有两款差异化产品获批，分别为 Merz 的 Xeomin（西马）以及复星医药的 Daxxify 达希斐，25 年华东医药以及爱美客等多个肉毒产品也有获批预期。再生方面，24 年有 5 款医美再生类产品集中获批上市，25 年 2 月摩漾生物获得了首个医美羟基磷酸钙三类证，目前再生材料已涵盖 PLA、PLLA、PDLLA、PLLA-PEG、CaHA 等多种类型，后续童颜针/少女针/CaHA 类产品也有较多厂商布局，整体竞争加剧，再生领域老品如华东医药伊妍仕、爱美客濡白天使等明显产品受到新品冲击，2025 年我们重点看好艾塑菲、摩漾的优法兰的增长。重组胶原蛋白方面，目前仅锦波生物获两款三类证，巨子生物、江苏创健等多个厂商有三类产品储备，目前赛道景气度高，产品稀缺，重点看好锦波以及 25 年有望拿证的厂商。标的方面，重点关注上游差异化产品布局且在产品上升期的锦波生物、巨子生物，关注可能受益于医美市场需求恢复的弹性品种如爱美客、华熙生物、华东医药，下游重点推荐朗姿股份。

4.IP 衍生品：情绪消费崛起，消费中优选赛道

情绪消费崛起叠加国产 IP 崛起和终端零售渠道供需双向拉动，IP 衍生品经济迎来繁荣。IP 衍生品是根据与故事角色、品牌、艺术、文化等相关的知识产权设计和制作的产品，消费者由于喜爱某个 IP 形象进而购买相关衍生品，能够满足陪伴、互动、消遣、解压的精神需求。复盘日本 90 年代后消费支出变化，教育娱乐消费支出占比持续提升，ACG 产业大发展。随着我国从生产型社会步入消费型社会，消费者除了商品实用属性外，越来越看重其蕴含的情绪价值、情感链接以及品味。这种趋势推动了“情绪消费”的兴起，涵盖了兴趣驱动、悦己消费、情感陪伴等多个方面。

图 24：消费者的购物动机转变

图 25：2024 年消费心态的变化

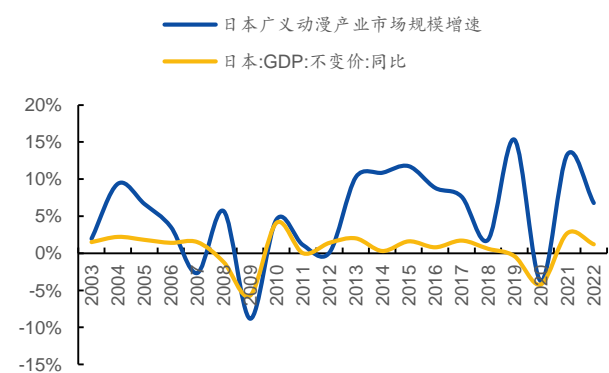
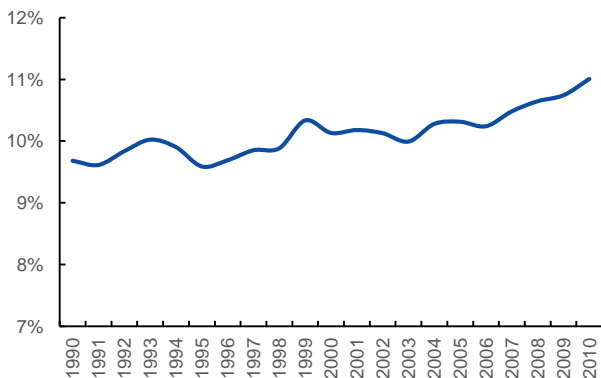


资料来源：小红书《后疫情消费心理调研报告》，MobTech，国元证券研究所

资料来源：Just So Soul 研究院，MobTech，国元证券研究所，N=3014

图 26：日本两人以上（非农）1985 年-2010 年教育娱乐支出占家庭消费支出比重

图 27：日本广义动画产业市场规模增长明显快于 GDP 增长



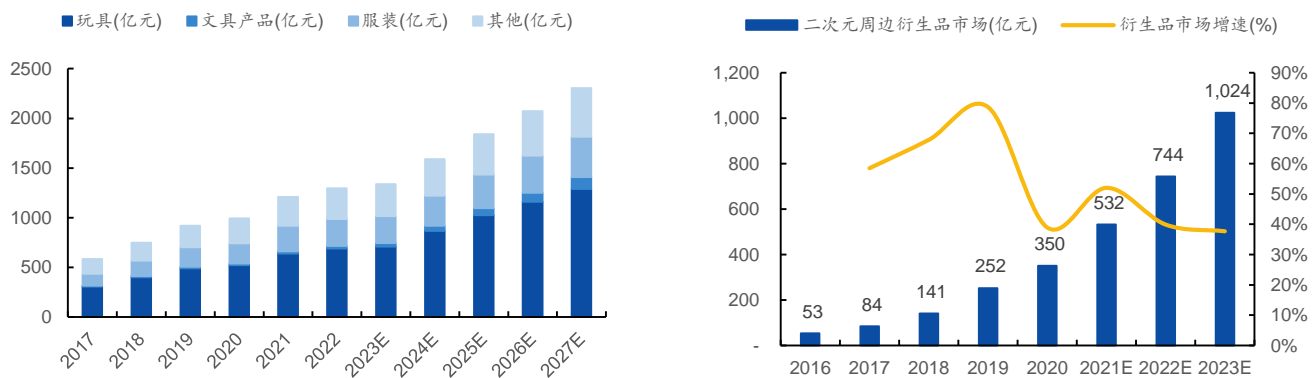
资料来源：日本总务省统计局，国元证券研究所

资料来源：日本动画产业协会，日本总务省统计局，国元证券研究所

“谷子”、集换式卡牌、IP 拼搭玩具、毛绒等多个 IP 衍生品细分赛道高增长。根据卡游的招股书，中国泛娱乐产品行业规模 2022 年达到 1297 亿元，预计 2027 年达

到 2304 亿元。根据艾瑞的数据,二次元周边衍生市场由 2016 年的 53 亿增长到 2023 年的 1024 亿元,2016-2023 年复合增速 52.66%。从社零中看,体育、娱乐用品类在疫后增长领先,侧面反应了 IP 衍生品市场的高景气。同时各细分赛道在近几年也孕育出代表性公司,包括潮玩龙头泡泡玛特、集换式卡牌龙头卡游、拼搭角色玩具类龙头布鲁可等。2024 年相关公司业绩增长强劲,24H1 泡泡玛特同比增长 61.98%,Q3 未经审计收入同比增长 120%-125%,毛绒等新品类增长迅速,25 年 1 月泡泡玛特发布饰品品牌“POPOP”,品类矩阵不断扩充。布鲁可方面,24H1 同比增长 237.55%。

图 28: 中国泛娱乐产品行业市场规模(以商品交易总额 图 29: 中国二次元周边衍生品市场(亿元)及同比增速计,单位:亿元)

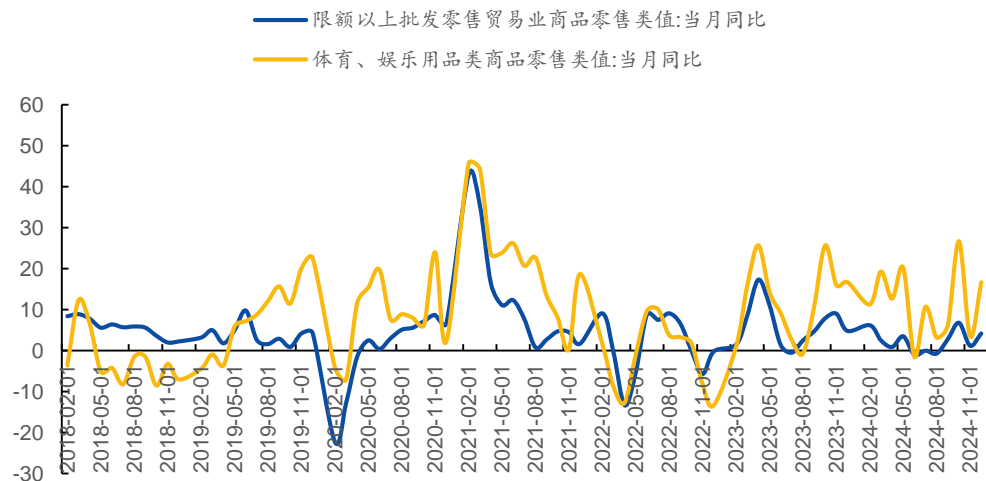


资料来源:卡游招股书,灼识咨询报告,国元证券研究所

资料来源:艾瑞咨询,国元证券研究所

注:泛娱乐产品为基于 IP 开发的实体产品。

图 30: 社零中体育、娱乐用品类与限额以上商品零售当月同比增速对比 (%)



资料来源:国家统计局,同花顺 iFinD,国元证券研究所

境外市场打开更广阔市场空间。国内 IP 衍生品公司布局海外打开长期增长空间,国

内潮玩龙头泡泡玛特 24H1 中国港澳台及海外地区收入 13.51 亿元，同比增长 259.65%，收入占比达到 30%，第三季度中国港澳台及海外收入同比增长 440%-445%。门店方面，2024 年上半年泡泡玛特中国港澳台及海外地区门店数量达到 92 家，目前泡泡玛特在海外已经拥有超 130 家门店。布鲁可方面，公司合作奥特曼、变形金刚等全球知名 IP 已获多个海外市场销售授权，截至 24H1 公司通过亚马逊、玩具反斗城、7-Eleven、沃尔玛等线上线下渠道进入美国、欧洲、东南亚等多个主要玩具市场，未来海外收入增长可期。

图 31：泡泡玛特中国港澳台及海外地区收入（亿元）及增速（%）

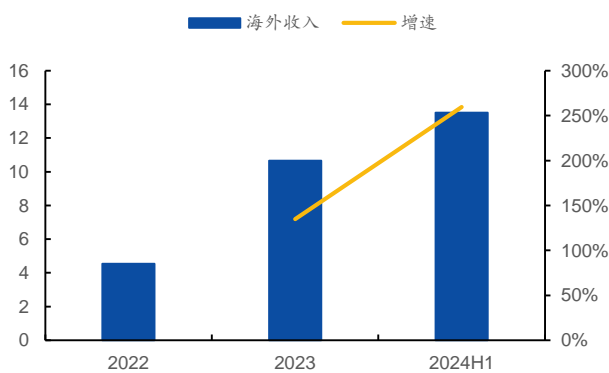
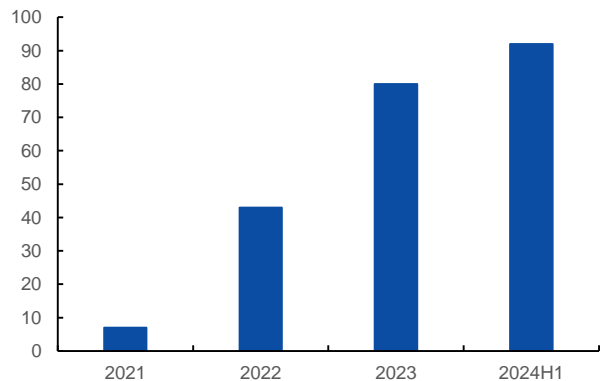


图 32：泡泡玛特中国港澳台及海外门店数量（个）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

产业链上中下游均有望受益，公司方面则重点关注全产业链的打造能力。上游方面，IP 热度是决定衍生品热销程度的基石，IP 会随着其生命周期、番剧完结、动画播出、游戏热度等情况进一步影响衍生品的销售表现。按媒体形式分，IP 可以分为动画 IP、漫画 IP、影视 IP、游戏 IP 等内容型 IP 以及角色形象 IP，我们统计了 TOP100 IP 收入榜，其中内容型 IP 占比超过 9 成，游戏、动画、漫画为 IP 前三来源。按照获取方式可分为授权 IP 和自有 IP，目前国内大多数 IP 衍生品厂商如卡游、布鲁可、名创优品等厂商更加依赖于合作 IP，泡泡玛特则拥有从 IP 孵化到产品设计开发再到产品销售全产业链能力。目前市场上头部 IP 版权方包括：1) 海外 IP 厂商：包括迪士尼、华纳兄弟、孩之宝、宝可梦国际公司、美泰、三丽鸥、万代南梦宫、圆谷 Fields 等。2) 国内 IP 厂商：米哈游、网易、腾讯、叠纸、鹰角、阅文集团、Bilibili、光线传媒、上海电影等。3) IP 授权代理公司：木棉花、羚邦集团、阿里鱼、艺洲人等。24 年上半年伴随着 IP 衍生品市场的繁荣，上游相关业务增长良好，如阿里鱼 2024Q2-Q3 增长超过 40%，上海电影旗下 IP 开发运营主体上影元 2024 上半年收入和利润均实现翻倍以上增长。中游产品设计、开发及生产方面，运营商在获取 IP 之后进行衍生品设计和生产，包括画师，工作室，印刷，生产环节。代表厂商，包括泡泡玛特、卡游、布鲁可、广博股份、奥飞娱乐、晨光股份等，生产环节可以分为自建产能和代工两块，得益于中国制造业数十年的发展，珠三角和长三角等地有着海量的供应链可供选择，同时伴随出海部分厂商也开启了海外产能的布局。下游渠道方面，整个渠道端快速发展，涵盖垂类的二次元零售门店，也包括集合店、文具文创店、潮玩店、大型商超、连锁玩具店等。2023 年来以百联、大悦城、王府井、新世界为代表的传统百货零售商业开始引入二次元生态，发力扩充谷子消费场景带来年轻客流的增长以及

可观的销售业绩。

表 8：全球 IP 收入 TOP100 中各 IP 类型数量（截止 2025.1.17）

IP 类型	数量
电子游戏	25
动画	21
漫画	19
影视	19
图书	10
玩具/角色形象	3
贺卡	2
歌曲	1

资料来源：雷报，国元证券研究所

展望 2025 年，情绪消费崛起叠加国产 IP 崛起和终端零售渠道供需双向拉动，IP 衍生品经济迎来繁荣，是消费中优选赛道。品类上“谷子”、集换式卡牌、IP 拼搭玩具、毛绒等多个 IP 衍生品细分赛道均展现出了高成长性，相关公司业绩增长强劲。产业链方面，上中下游均有望受益，上游 IP 方面重点关注上海电影、光线传媒、阿里影业、中文在线，中游重点关注泡泡玛特、布鲁可、姚记科技、奥飞娱乐等。下游重点关注：名创优品。

5.投资建议

2024 年消费温和增长，2025 年重点挖掘细分品类和个股投资机会，同时关注政策端发力带动内需改善下可选消费的弹性。化妆品方面，重点看好：巨子生物、珀莱雅、润本股份、丸美股份、上美股份、毛戈平，关注：福瑞达、贝泰妮、水羊股份、华熙生物、上海家化等。医美板块，重点关注上游差异化产品布局且在产品上升期的锦波生物、巨子生物，关注可能受益于医美市场需求回暖的弹性品种如爱美容、华熙生物、华东医药，下游重点推荐朗姿股份。IP 衍生品行业高景气，上中下游均有望受益，上游 IP 方面重点关注上海电影、光线传媒、阿里影业、中文在线，中游重点关注泡泡玛特、布鲁可、姚记科技、奥飞娱乐等，下游重点关注：名创优品。

表 9：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	84.30	33403.67	3.01	3.92	4.83	28.12	21.57	17.52
300957.SZ	贝泰妮	增持	42.48	17994.53	1.79	1.79	2.49	23.67	23.61	16.96
688363.SH	华熙生物	增持	49.97	24069.46	1.23	1.04	1.47	40.77	48.22	34.16
600223.SH	福瑞达	买入	7.33	7451.45	0.30	0.28	0.34	23.86	25.05	20.73
603983.SH	丸美生物	买入	30.88	12382.88	0.65	0.89	1.12	46.42	33.67	26.83
600315.SH	上海家化	增持	17.09	11488.34	0.74	0.47	0.64	21.93	34.48	25.20
300740.SZ	水羊股份	增持	12.03	4671.71	0.76	0.51	0.76	15.66	23.33	15.66
2367.HK	巨子生物	买入	62.65	64899.39	1.40	1.88	2.35	39.88	29.70	23.76
603193.SH	润本股份	买入	28.47	11518.77	0.56	0.79	0.99	51.34	36.29	29.12
603059.SH	倍加洁	增持	25.08	2519.25	0.92	1.42	1.84	25.29	16.41	12.66
1318.HK	毛戈平	买入	73.00	35783.64	1.35	1.82	2.47	49.90	36.93	27.28
2145.HK	上美股份	买入	37.95	15105.05	1.16	1.96	2.64	30.24	17.89	13.27
002612.SZ	朗姿股份	增持	15.13	6694.20	0.51	0.68	0.82	30.33	22.78	18.81
300896.SZ	爱美容	增持	175.02	52959.66	6.14	6.91	8.31	29.90	26.56	22.06
832982.BJ	锦波生物	买入	227.00	20092.18	4.40	7.91	10.87	52.06	28.98	21.09
002867.SZ	周大生	增持	12.81	14038.82	1.20	1.01	1.15	10.53	12.55	11.00
002345.SZ	潮宏基	买入	6.71	5961.92	0.38	0.41	0.48	16.82	15.46	13.05
600861.SH	北京人力	买入	19.57	11078.83	0.97	1.60	1.81	20.74	12.58	11.08
605098.SH	行动教育	买入	40.20	4793.89	1.86	2.40	2.92	22.51	17.39	14.31
300860.SZ	锋尚文化	买入	27.20	5193.33	0.70	1.05	1.22	40.37	26.91	23.16
000417.SZ	合百集团	买入	5.55	4328.36	0.34	0.39	0.45	15.97	13.92	12.07
0325.HK	布鲁可	买入	89.25	22245.65	-0.83	0.30	3.61	-99.62	276.73	22.80
9896.HK	名创优品	买入	40.65	50807.29	1.82	2.16	2.75	20.61	17.34	13.63

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：收盘价、市值取 2025.2.26；港股标的收盘价及市值单位均为港元。

6.风险提示

下游需求不及预期的风险, 贸易摩擦的风险, 地缘政治的风险, 行业竞争加剧的风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027