

美容护理

复苏拐点与韧性增长，把握优质资产配置机遇

消费市场潜力有望稳步释放，用户结构及消费意愿具备强支撑。美妆作为刚需属性较强的悦己型可选消费，赛道具备较强“口红效应”，在可选消费中波动幅度较小，化妆品零售额在社零中占比稳步提升至 0.9%。疫情以来我国城镇居民人均可支配收入阶段性承压但整体仍稳步提升，2022Q3 全国城镇居民人均可支配收入 12479 元，同增 5.6%，中高收入家庭占比扩大促进消费结构趋于高端化。美妆用户结构呈现高线/年轻化特征，医美用户渗透率约 12% 仍有较大提升空间，受疫情影响程度医美>彩妆>护肤，随疫情管控措施优化，消费者出行/收入逐步回暖，轻医美需求有望率先释放，彩妆预计有所回暖，护肤预计呈现结构型增长。2022 前三季度美容护理板块营收同比 +7.6%，归母净利润同比 -15.3%，板块整体预计仍在收入端稳增并在利润端有所回暖。

产业链：优质增长背景下，各环节加剧强强联合。 1) 化妆品：新规影响逐步显现，产业加速向头部集中。海外原料受疫情/成本影响加大产能转移，国内原料商迎发展机遇，新规下原料备案提速，国内企业占比近半势头良好；品牌方上新成本增加，上新周期延长约 2-6 个月，聚焦高质量产品成为趋势；代运营/代工商受疫情冲击及成本压力影响较大，加速优胜劣汰；2) 医美：长期需求升级逻辑延续，线级下沉与年轻化为渗透率提升方向，预计 2027 年医美市场规模有望达 4510 亿元。弱市中终端机构以千元玻尿酸降价引流，其中高端品线需求强韧，龙头厂商业绩逆流而上，积极布局再生针剂、胶原蛋白等新品储备；3) 培育钻石：锚定量价最优解。2022 年 1-10 月印度培育钻石进出口额累计同增 40.9%/58.0%，景气度长期向上，渗透率持续提升。短期全球环境不确定性扰乱产业链节奏，珠宝消费增速承压，三季度下游谨慎情绪加剧中游库存压力。排灯节后改善有望助力重归供需新平衡点，培育钻石有望率先迎来短期景气度反弹。

竞争格局：优质龙头韧性增长，多维竞争力渐显。 1) 化妆品：功效时代下头部国货品牌加速抢滩。功效赛道竞争维持较高热度，国际品牌表现分化，国货份额呈结构性上升，头部企业系统性升级研发体系布局，赋能产品力加速抢占消费者心智，2020-2022 年 11 月淘系 TOP50 护肤品牌中国货市场份额分别 8.0%/8.6%/9.7%，珀莱雅/薇诺娜/夸迪销售占比增至 2.2%/1.9%/0.7%，渠道端提升官旗粉丝数量及运营能力并多点布局直播/社媒平台把握渠道红利；2) 医美：行业洗牌推动集中度持续提升。下游机构：严监管加速非合规机构出清，疫情反复影响加剧终端经营难度。上游针剂：新材料获批带动品类竞争分化，2021 年注射类项目中再生针剂消费金额提升至 4%，细分品类龙头管线实力依旧强劲，其中玻尿酸逐步走向国产替代，2021 年国货玻尿酸 CR3 销量达 61.3%；3) 培育钻石：板块淘金加速竞争格局丰富。需求环境：钻石终端消费格局强化，2021 年中美两国钻石零售额分别达 54%/11%；上游制造：海内外厂商势均力敌，HPHT 与 CVD 两大技术平分秋色，其中中兵红箭、黄河旋风等传统 HPHT 龙头厂商及新入制造商均推进 CVD 技术研究。下游零售：千亿赛道中，产业上下游携手新品牌共同起跑。

估值对比：追求收益性价比与确定性。 年初至今美妆板块涨跌幅达 -11.72%，在弱市行情与疫情反复中表现位居中上，相对收益仍跑赢指数大盘，细分赛道兼容成长与价值配置，强 beta 环境下波段机会丰富。当前板块调整幅度明显，PE 处于历史分部中枢，化妆品/医美/培育钻石三大板块当前 PE 分别 53/37/23 倍，短期看疫情扰动有望逐步消除，长期看高端可选消费的升级逻辑不变，各板块低位配置价值持续凸显。

投资建议： 化妆品板块头部效应加剧，核心推荐研发/产品/渠道综合发力的品牌商贝泰妮/珀莱雅/华熙生物/巨子生物，对应 2023 年 PE 分别 35X/48X/45X/21X；医美板块关注高端可选反弹，核心推荐兼具研产壁垒的器械龙头爱美客/时代天使，对应 2023 年 PE 分别 54X/74X；下游终端机构朗安股份/雍禾医疗/医思健康，对应 2023 年 PE 分别 56X/32X/40X；培育钻石板块把握全产业链新机遇，核心推荐 HPHT 合成法龙头中兵红箭/力量钻石，对应 2023 年 PE 分别 16X/17X。

风险提示： 疫情反复影响，获客成本上行，新品上市/产能扩张不及预期，监管政策变动。

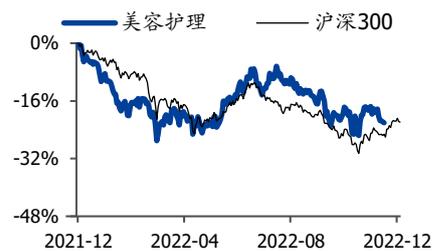
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	买入	4.43	6.64	9.71	13.80	118.85	79.29	54.22	38.15
300957.SZ	贝泰妮	买入	2.04	2.85	3.86	5.14	65.56	46.93	34.65	26.02
603605.SH	珀莱雅	买入	2.03	2.62	3.34	4.16	79.56	61.64	48.35	38.82
688363.SH	华熙生物	买入	1.63	2.11	2.77	3.52	76.93	59.43	45.27	35.63
06699.HK	时代天使	买入	1.70	1.22	1.53	1.91	66.76	93.03	74.18	59.42
002612.SZ	朗安股份	增持	0.42	0.23	0.48	0.63	63.83	116.57	55.85	42.56
02279.HK	雍禾医疗	买入	0.29	0.17	0.34	0.58	36.97	63.06	31.53	18.48
02138.HK	医思健康	买入	0.16	0.17	0.19	0.27	47.31	44.53	39.84	28.04
000519.SZ	中兵红箭	买入	0.35	0.89	1.27	1.80	57.89	22.76	15.95	11.26
301071.SZ	力量钻石	买入	3.97	4.08	7.36	11.77	30.59	29.76	16.50	10.32

资料来源：Wind，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 赵雅楠

执业证书编号：S0680521030001

邮箱：zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

执业证书编号：S0680121060008

邮箱：xiaoling@gszq.com

研究助理 张望

执业证书编号：S0680121120024

邮箱：zhangwang3@gszq.com

相关研究

- 1、《美容护理：上游专题：原研价值凸显，掘金优质厂商》2022-12-03
- 2、《美容护理：以史为鉴，从海外巨头经验看美妆企业成长路径》2022-08-01
- 3、《美容护理：大麦植发，微针相助，青丝归来》2022-07-22

内容目录

1.美妆赛道持续稳健，用户结构及消费意愿具备强支撑	5
1.1 消费市场潜力有望稳步释放，美妆板块表现稳健	5
1.2 美妆用户结构优质，消费模式有望支撑复苏升级	8
2.产业链变化：优质增长背景下，环节间加剧强强联合	10
2.1 化妆品：新规影响与供应链挑战下，行业加速洗牌	10
2.1.1 上游原料呈现本土化替代趋势，代工商加速优胜劣汰	11
2.1.2 品牌方上新成本提高，聚焦高质量发展成为趋势	14
2.1.3 代运营环节步入高阶竞争阶段，企业加速转型	15
2.2 医美：捕捉新材料，新格局中的新机遇	16
2.3 培育钻石：郢匠挥斤，锚定量价最优解	21
3.竞争格局：优质龙头韧性增长，多维竞争力渐显	26
3.1 化妆品：功效时代下，头部国货品牌加速抢滩	26
3.2 医美格局：行业洗牌推动集中度持续提升	31
3.2.1 下游格局：严监管与疫情加速机构出清，集中度被动提升	31
3.2.2 上游格局：新品类打开成长空间，头部集聚效应延续	33
3.3 培育钻石：板块“淘金”加速竞争格局丰富	36
4.估值对比：追求收益性价比与确定性	39
4.1 板块涨跌幅：美护行业居消费中值，板块韧性持续凸显	39
4.2 板块估值：当前PE处于历史分部中枢	41
4.3 投资建议：布局疫后优先反弹赛道，把握龙头确定性机遇	45
风险提示	47

图表目录

图表 1: 全国城镇居民人均逐季可支配收入(元)	5
图表 2: 中国家庭可支配年收入情况(单位:百万户)	5
图表 3: 2019年及2022年中国各收入群体实际支出变化	5
图表 4: 限额以上企业商品零售额及化妆品类当月同比增速情况	6
图表 5: 主要消费品类零售额在社零总额中占比情况	6
图表 6: 疫情期间可选/必选消费板块营收/归母净利润增速表现(单位:%)	7
图表 7: 各消费板块2019及2022年三季报营收及归母净利润增速对比(单位:%)	7
图表 8: 化妆品及医美核心消费人群及用户结构概览	8
图表 9: 化妆品及医美用户消费额及消费频率情况	8
图表 10: 各品类中未来预期增加支出的消费者占比情况	9
图表 11: 各年龄层成熟医美消费者医美开支意愿度	9
图表 12: 不同消费品类购买频次	9
图表 13: 疫情后消费者对于各消费品类开支变化	10
图表 14: 化妆品行业新规体系各环节要点及影响	11
图表 15: 近10年化妆品相关企业注册量(万家)	11
图表 16: 2017-2022年7月消费细分领域融资事件数	11
图表 17: 海外主要原料商产能转移措施	12
图表 18: 国内主要上市原料企业所处市场规模情况	12
图表 19: 化妆品新规实施后备案新原料情况	13
图表 20: 已备案新原料中进口/国产的基础原料/活性物原料占比	14
图表 21: 已备案新原料主要使用目的	14
图表 22: 化妆品代工商新模式发展趋势	14
图表 23: 2021及2022年化妆品备案商品数量变化对比	15
图表 24: 2022年化妆品备案新品牌数量情况	15
图表 25: 化妆品功效宣称评价项目要求	15
图表 26: 主要化妆品功效检测项目参考报价	15
图表 27: 主要代运营公司渠道布局情况	16
图表 28: 主要代运营公司品牌矩阵情况	16
图表 29: 中国医疗美容市场规模(按服务收入计,十亿元)	17

图表 30: 中国医疗美容治疗次数 (百万次)	17
图表 31: 2021 年中国按城市等级划分的医美渗透率	17
图表 32: 2021 年中国按年龄划分消费比例及其渗透率 (%)	17
图表 33: 2022 年以来医美行业大型投融资事件 (截至 2022 年 12 月 5 日)	18
图表 34: 2022 年以来全国多地出台支持医美产业发展政策	19
图表 35: 医美上游公司整体业务盈利情况 (亿元)	19
图表 36: 医美上游公司研发费用支出 (亿元)	20
图表 37: 医美上游公司研发费用率 (%)	20
图表 38: 胶原蛋白注射剂在研管线布局情况	20
图表 39: 医美上市公司玻尿酸产品在研管线布局	21
图表 40: 各公司肉毒素在研管线情况	21
图表 41: 印度培育钻石毛坯进口额及增速 (单位: 百万美元, %)	22
图表 42: 印度培育裸钻出口额及增速 (单位: 百万美元, %)	22
图表 43: 印度培育钻石进出口年度数据 (单位: 百万美元)	22
图表 44: 印度培育钻石月度进出口渗透率	22
图表 45: 成品钻价格变化率	23
图表 46: 不同规格钻石价格环比	23
图表 47: 美国 CPI 同比变化率及制造业 PMI	23
图表 48: 美国钻石珠宝零售额月度变化率	23
图表 49: 天然钻与培育钻库存变化情况	24
图表 50: 天然钻与培育钻价格差 (单位: 美元/克拉)	24
图表 51: 1 克拉/0.3 克拉培育钻价格指数变动 (18Q3=100)	24
图表 52: 培育钻石裸钻批发价格情况 (2022 年 11 月 25 日, 单位: 美元)	24
图表 53: 培育钻石行业最大供给测算	25
图表 54: 2022 年第三季度主要海外企业营收表现	26
图表 55: 2022 年美妆个护赛道主要融资项目	27
图表 56: 主要国货美妆企业研发费用/费率情况 (单位: 亿元, %)	27
图表 57: 国内头部化妆品企业研发团队配置情况	28
图表 58: 化妆品淘系销售额 TOP30 品牌榜单	29
图表 59: 主要国货美妆品牌淘系市场份额变化情况	30
图表 60: 2021 及 2022 年双十一大促天猫美妆 TOP 品牌榜单对比	30
图表 61: 主要化妆品品牌天猫官旗粉丝数 (万)	30
图表 62: 主要国货品牌抖音账号布局情况	31
图表 63: 2022 年以来医美行业严监管政策梳理	32
图表 64: 国内主要医美机构门店布局	32
图表 65: 2021 年我国注射类项目疗程占比 (次数占比)	33
图表 66: 2021 年注射类项目消费结构 (金额占比)	33
图表 67: 2021 年国内玻尿酸填充剂市场份额 (按销量计)	33
图表 68: 2021 年国内玻尿酸填充剂市场份额 (按销售额计)	33
图表 69: 新氧平台医美终端产品 11 月销售情况跟踪	34
图表 70: 新氧 11 月绿宝石榜单	34
图表 71: 2022 年中国医美用户选择的肉毒素类型	35
图表 72: 2022 年国内肉毒毒素现有产品	35
图表 73: 内地已获批及胶原蛋白注射剂与再生剂类产品	36
图表 74: 2020-2021 年全球成品钻石需求变化 (单位: 十亿美元)	36
图表 75: 2020-2021 年全球钻石珠宝需求变化 (单位: 十亿美元)	36
图表 76: 2021 年全球培育钻石分技术与地区产量占比	37
图表 77: 2021 年中国培育钻石原石产值市场占比	37
图表 78: 国内培育钻石厂商生产技术及进展	37
图表 79: 河南省重点在建培育钻石项目一览 (亿元、台、百万克拉)	38
图表 80: 培育钻石价格信息 (价格为 2022 年 11 月 29 日天猫旗舰店售价)	38
图表 81: 申万指数各板块年初至今涨跌幅 (截至 2022 年 12 月 12 日)	39
图表 82: 2022 年以来美容护理板块涨跌幅 (截至 2022 年 12 月 2 日)	39
图表 83: 消费板块同比涨跌幅对比	40
图表 84: 细分赛道标的划分及年初至今累计涨跌幅 (%)	40
图表 85: 细分赛道月度涨跌幅情况 (%)	40

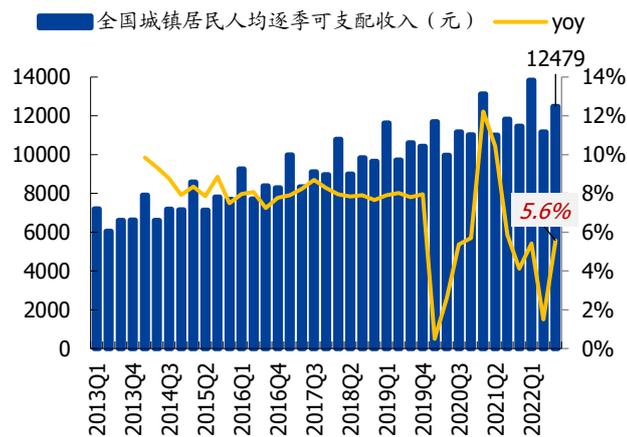
图表 86: 核心标的涨跌幅情况 (截至 2022 年 12 月 12 日)	41
图表 87: 2022 年以来核心板块估值情况 (TTM 市盈率: 整体法)	41
图表 88: 2022 年以来核心板块估值情况 (预测市盈率: 整体法)	41
图表 89: 医美板块历史估值复盘 (PE-TTM: 整体法)	43
图表 90: 化妆品板块历史估值复盘 (PE-TTM: 整体法)	43
图表 91: 主要化妆品品牌商历史估值复盘 (PE-TTM: 整体法)	44
图表 92: 培育钻石板块历史估值复盘 (预测市盈率: 整体法, 2022 年度为基准)	45
图表 93: 国盛美妆团队覆盖核心标的估值一览 (截至 2022 年 12 月 13 日)	46

1. 美妆赛道持续稳健，用户结构及消费意愿具备强支撑

1.1 消费市场潜力有望稳步释放，美妆板块表现稳健

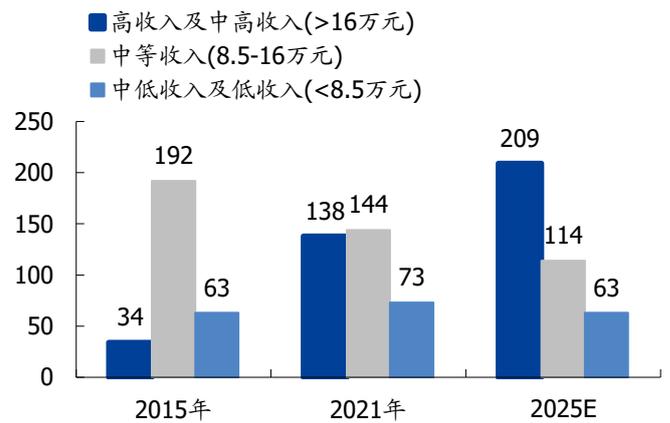
城镇居民可支配收入稳健增长，中高收入群体壮大具备较大消费潜力。疫情以来我国城镇居民可支配收入水平阶段性受到影响，但整体仍呈现稳步增加态势，2022 第三季度全国城镇居民可支配收入 12479 元，同比增长 5.6%。MGI 数据显示，2019~2021 年，年收入超过 16 万元的中国城镇家庭数的年复合增长率达到 18%，从 9900 万增至 1.38 亿。到 2025 年，还将有 7100 万家庭进入这一较高收入区间，彰显了中国消费市场的较大潜力。根据《2023 麦肯锡中国消费者报告》，2021 年中国的中高收入及高收入消费者群体已占据城镇家庭消费 55% 的份额，且未来还将持续快速增长。

图表 1: 全国城镇居民人均逐季可支配收入 (元)



资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

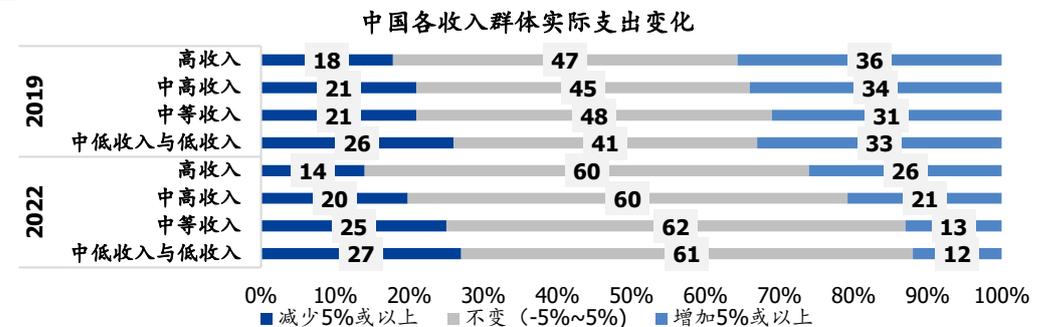
图表 2: 中国家庭可支配收入情况 (单位: 百万户)



资料来源: MGI 洞见中国宏观模型, 国盛证券研究所 注: 数据为按照收入群体统计的城镇家庭数量

消费结构呈现分化趋势，中高收入家庭消费实力强劲。根据麦肯锡调研数据，2022 年，中国消费者支出同比增长 5%+/基本不变/减少 5%+ 的占比分别为 16%/62%/22%，2019 年该比例分别为 32%/47%/22%。分收入层级来看，高收入/中高收入群体呈现更强的消费意愿及消费升级趋势，2022 年减少消费支出的占比仅为 14%/20%，低于 2019 年的 18%/21%，且在提升颜值和改善体验等品类上倾向于选择价格更高的品牌。受益于该部分人群的消费支撑，2019-2021 年天猫上的高端护肤品品牌（即 TOP400 且平均售价超 500 元）年复合增长率为 52%，远超大众品牌的 16%，高端化趋势仍有望延续。而中低收入人群减少支出的占比则相较于 2019 年有所提升，在购买时也会进行多渠道比价或等待促销活动。

图表 3: 2019 年及 2022 年中国各收入群体实际支出变化



资料来源: 2019 和 2022 麦肯锡中国消费者调查报告, MGI 洞见中国宏观模型, 国盛证券研究所 注: 受访者数量为 6715 人 (2022 年)/5400 人 (2019 年), 较高收入=家庭年收入 34.5 万元以上, 中高收入=家庭年收入 16-34.5 万元, 中等收入=家庭年收入 8.5-16 万元, 中低收入和低收入=家庭年收入 8.5 万元以下

化妆品零售额相对表现良好，在社零总额中占比稳步提升。从化妆品类零售额增速来

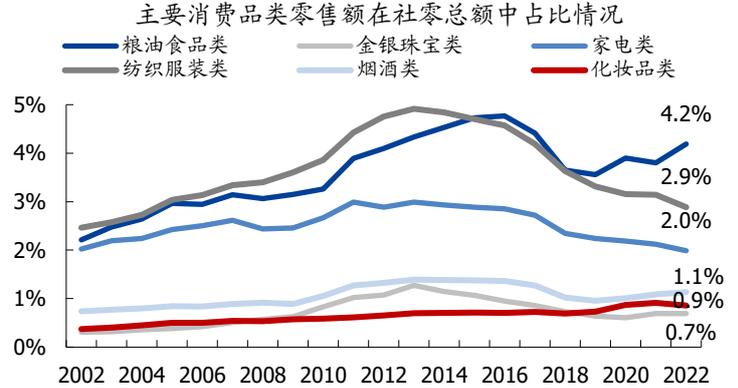
看，相对于限额以上企业商品零售额整体表现良好，尤其在6月、11月等大促节点增速更为突出。从主要的几个消费品类零售额在社零总额中的占比来看，化妆品类占比稳步提升态势良好，截至2022年10月占比增至0.9%。美妆赛道综合体现出较强的“口红效应”，即在经济增速放缓时，消费者偏好高性价比产品，而在经济复苏时，又可通过产品创新升级来受益于整体消费升级带来的红利。如英美在2008年金融危机期间，美妆行业下降幅度及速度均慢于整体GDP，中低端自主品牌崛起，而在经济复苏期间，美妆增长又高于整体GDP。

图表4：限额以上企业商品零售额及化妆品类当月同比增速情况



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所注：标蓝为6月，标红为11月

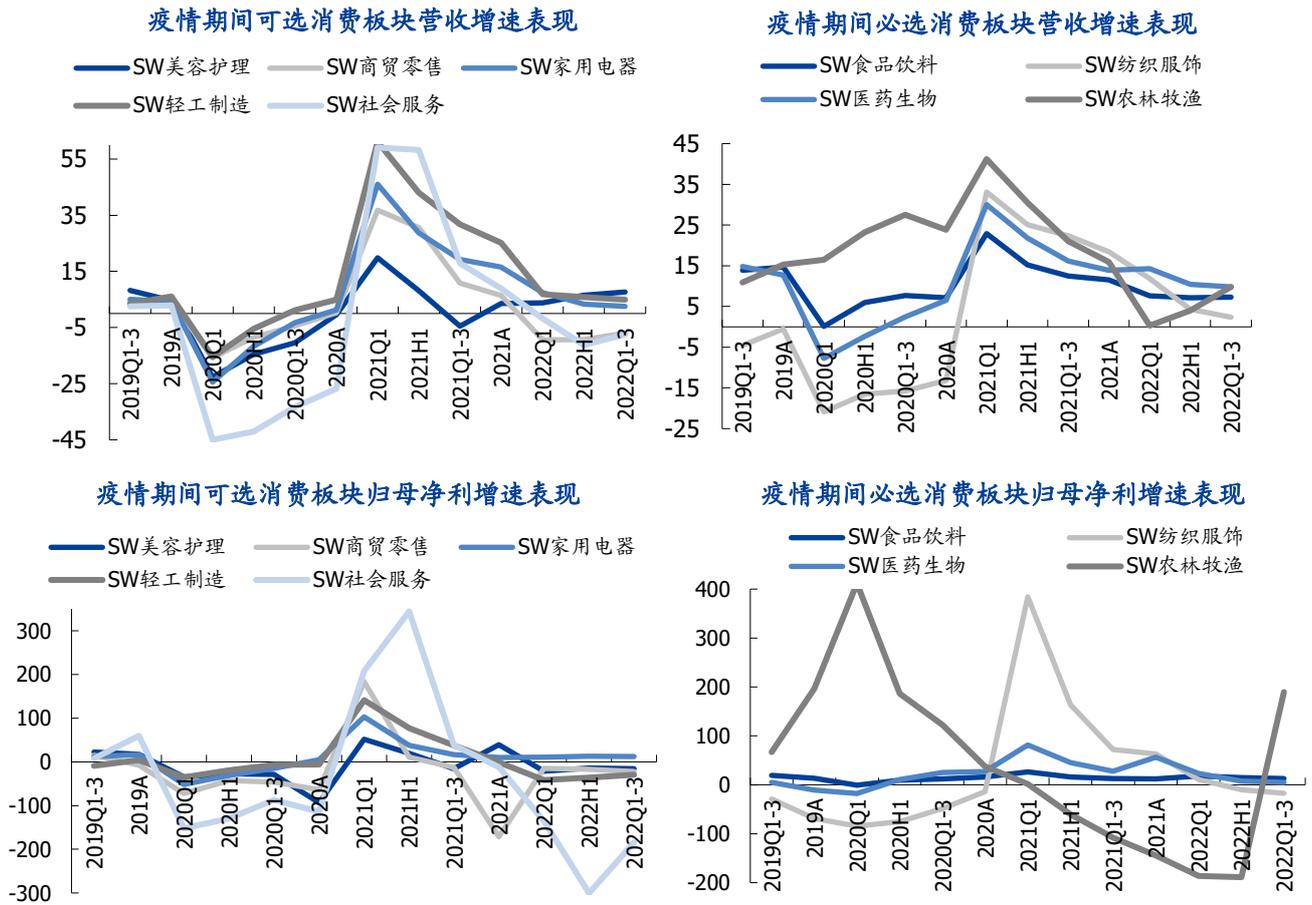
图表5：主要消费品类零售额在社零总额中占比情况



资料来源：Wind，国家统计局，国盛证券研究所注：截至2022年10月

从各板块上市公司疫情前2019年底至今的业绩表现来看：可选消费板块整体比必选消费波动较大，主要因疫情期间消费场景受限以及社交半径缩小等因素有关。可选消费中，美容护理的营收及归母净利润的波动幅度均最小，社会服务则由于包含较多高接触行业从而波动幅度最大，如餐饮、住宿等；必选消费中，食品饮料及医药生物波动较小，农林牧渔因具备部分周期属性从而有较大波动，纺织服饰则由于线下直营门店占比较重，有较多固定支出且受客流影响较大，在疫情期间利润端波动较大。

图表6: 疫情期间可选/必选消费板块营收/归母净利润增速表现 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从各板块相较于疫情之前的业绩增速受影响程度来看: 2022年三季报中, 美容护理板块营收增速为7.6%, 2019年同期增速为8.3%, 归母净利润有待进一步修复, 增速为-15.3%, 2019年同期为22.7%, 主要因其中的生产制造以及终端服务机构环节利润端下降较为严重。其他可选消费板块中, 商贸零售及社会服务的营收及利润均下降至负值, 受损严重有待修复; 家电及轻工因部分受到地产因素影响, 可比性相对较弱。必选消费中, 同样看2022年三季报营收及归母净利增速, 食品饮料约为2019年同期增速的53%/64%, 医药生物约为2019年同期增速的66%/99%, 纺织服饰合农林牧渔的波动较大, 可比性相对较弱。

图表7: 各消费板块2019及2022年三季报营收及归母净利润增速对比 (单位: %)

板块	营收 yoy			归母净利润 yoy		
	2019年 Q1-3	2022年 Q1-3	分位	2019年 Q1-3	2022年 Q1-3	分位
SW 美容护理	8.3	7.6	92.1%	22.7	-15.3	-
SW 商贸零售	4.8	-7.0	-	15.0	-21.8	-
SW 家用电器	5.1	2.6	50.5%	11.9	12.2	103.1%
SW 轻工制造	3.6	4.9	137.2%	-8.7	-29.6	-
SW 社会服务	2.6	-7.5	-	7.8	-184.3	-
SW 食品饮料	13.9	7.3	53.0%	19.5	12.5	64.1%
SW 纺织服饰	-4.5	2.4	-	-28.8	-17.0	58.9%
SW 医药生物	14.8	9.8	66.3%	5.0	4.9	98.8%
SW 农林牧渔	10.9	9.8	90.1%	66.8	189.7	283.7%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 美妆用户结构优质，消费模式有望支撑复苏升级

从美妆用户结构来看：呈现高线化/年轻化特征，医美渗透率仍有较大提升。从美妆用户结构来看，化妆品、医美用户均以城镇女性为核心消费人群，数量分别约3亿/1.8亿人，用户渗透率方面，护肤已达到较高水平超过90%，彩妆则约为50%，医美渗透率约12%，仍有较大提升空间。年龄分布方面，均以30岁及以下为主；城市分布方面，化妆品较为分散，医美呈现高线化特征，一线及新一线占比达75%，二线及三线城市占比较低，且渗透率分别约8.6%/4.3%，预计随着机构拓展以及市场教育，低线城市有望持续加大渗透。

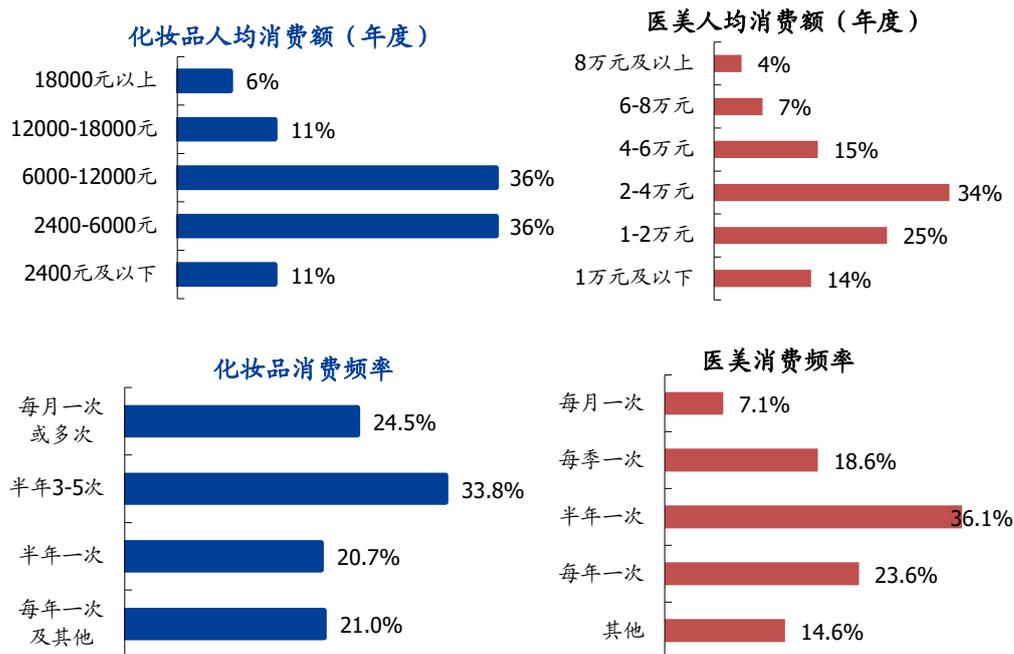
图表8：化妆品及医美核心消费人群及用户结构概览

	化妆品	医美
核心消费人群	15-59岁城镇女性，约3亿人	19-49岁城镇女性，约1.8亿人
中国市场渗透率	护肤>90%；彩妆约50%	按城市：一线22.2%；二线8.6%；三线4.3%； 按年龄：<19岁1.2%，20-25岁7.9%，26-30岁3.7%，31-35岁2.1%，36-40岁0.6%，>40岁0.1%； 考虑年收入因素后，渗透率约12%（即将年收入超12.7万元列为可触达人群）
发达国家渗透率	已处于较高水平	美国约19%，韩国约28%（考虑年收入因素，即将年收入超12.7万元列为可触达人群）
年龄分布	<25岁（34%），25-29岁（22%）、30-34岁（19%）、35-39岁（10%）、>40岁（13%）	<25岁（58%）、26-30岁（24%）、31-35岁（13%），36-40岁（3%），>40岁（2%）
城市分布	一线10.2%，二线21.2%，三线16%，四线及以下52.6%	一线36.2%，新一线38.8%，二线18.3%，三线及以下6.7%

资料来源：国家统计局，天猫，CID消费者智库，艾瑞咨询，华经产业研究院，弗若斯特沙利文，新氧，艾尔建美学&德勤《中国医美行业2022年度洞悉报告》，国盛证券研究所测算 注：医美市场渗透率定义为全国可触达人群当前需求和潜在市场需求，可触达人群定义为20-65周岁，家庭年收入超过12.7万元的城镇人口

从美妆消费行为来看：化妆品人均消费额集中在2300-12000元/年，消费频率方面，年轻群体对于美妆护肤品类的购买频率较为频繁，一月一次或多次购买的占比约25%，半年3-5次购买的占比约34%。医美用户人均消费额集中在1-4万元/年，分产品来看，手术类/注射类/光电类分别为15040元/11190元/10485元，消费频率大多为半年一次，决策周期平均约1个月，大多较为谨慎，需对医美项目有一定了解、找到合适的机构/医生后做出决定。

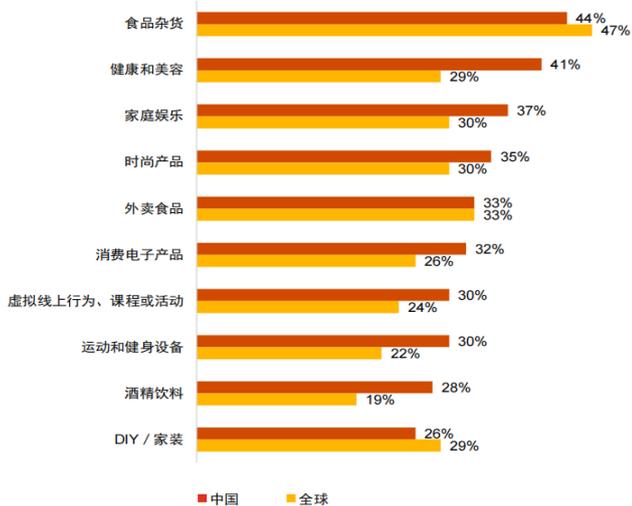
图表9：化妆品及医美用户消费额及消费频率情况



资料来源：艾媒数据中心，艾瑞咨询，国盛证券研究所 注：医美消费频率为针对轻医美项目

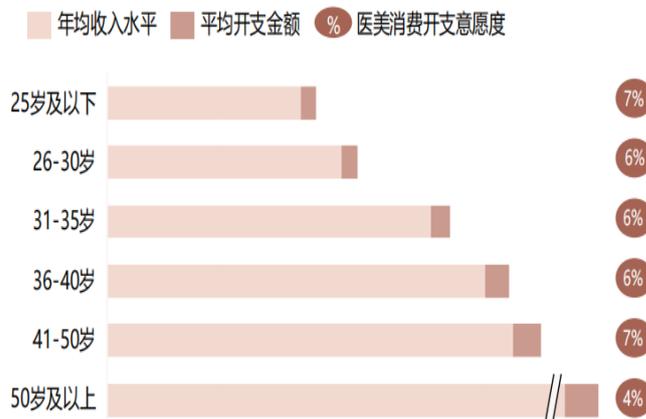
美妆为刚需属性较强的“悦己型”可选消费，消费者支付意愿较强。受疫情对可支配收入以及通胀等因素影响下，消费者支出预期更加集中在偏必需品的消费领域。根据普华永道《2022年全球消费者洞察调研—中国报告》统计，约41%的中国消费者预计未来会增加对于健康和美容的支出，仅次于食品杂货类目。根据艾尔建美学&德勤《中国医美行业2022年度洞悉报告》，成熟医美消费者医美开支意愿度可达6-7%左右。作为悦己型消费，美妆需求具备自发性、刚性、高端化趋势难以逆转等特点、随着人们对于化妆品及医美等求美项目的支付意愿不断增强，预计“颜值经济”仍将保持稳健增长。

图表 10: 各品类中未来预期增加支出的消费者占比情况



资料来源: 普华永道《2022年全球消费者洞察调研》，国盛证券研究所

图表 11: 各年龄层成熟医美消费者医美开支意愿度



资料来源: 艾尔建美学&德勤《中国医美行业2022年度洞悉报告》，国盛证券研究所注: 医美消费开支意愿度(%) = 年医美开支/年收入

相对其他消费品类，美妆购买偏高频，受疫情影响程度为医美>彩妆>护肤。

由于护肤为易耗品，彩妆具备较快的创新周期，在消费品类横向对比来看，美妆护肤的消费频次较为高频。产品上新周期方面，彩妆品牌研发周期相对较快，大类别/小类别的更新周期分别约6个月/3个月，如以完美日记为代表的快节奏新锐国货品牌可以做到每个月5-6款新品。

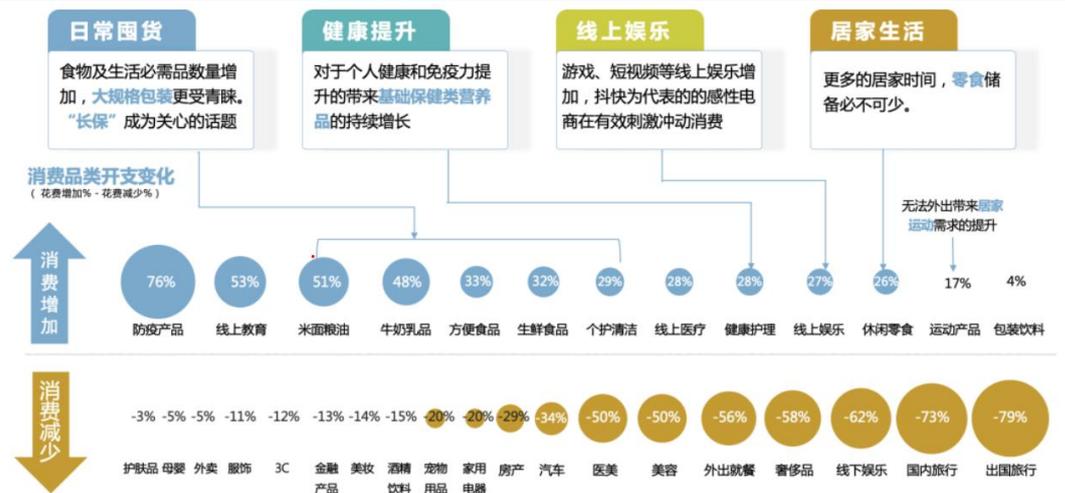
图表 12: 不同消费品类购买频次

Z世代购买时尚零售细分品类的频次								
频率	美妆护肤	潮玩	香水香氛	配饰	潮服	腕表	潮鞋	轻奢/奢侈品包包
一月一次或多次	24.5%	19.1%	18.9%	15.8%	13.9%	10.8%	10.3%	10.1%
半年3-5次	33.8%	34.6%	30.9%	28.8%	39.9%	8.1%	32.4%	12.3%
半年1次	20.7%	21.7%	24.9%	23.6%	24.3%	18.7%	33.2%	29.6%
一年1次	4.3%	10.5%	11.6%	17.6%	9.5%	33.4%	11.5%	31.2%
大促/促销节点购买	6.4%	9.5%	4.9%	8.7%	8.7%	13.5%	7.3%	10.4%
用完再买/看需求	8.3%	4.3%	8.9%	5.4%	3.9%	15.1%	5.3%	6.4%

资料来源: 艾瑞咨询, 国盛证券研究所注: 样本: N=1036, 于2021年01月通过iClick网络调研获得, Z世代指出生于1995年-2009年的人群

受疫情影响程度方面，消费者在疫情期间对于生活保障类必需品支出增加，如食品饮料、个护清洁等日常产品倾向于购买大规格包装囤货。此外，随着消费者在美妆方面的习惯养成，护肤品的刚需属性逐步增强，受疫情限制出行的影响也相对较小，彩妆产品以及医美消费则受影响相对较大，但后续随着管控逐步放松，需求预计逐步释放。

图表 13: 疫情后消费者对于各消费品类开支变化



资料来源: 众为分众消费研究院, 国盛证券研究所 注: 调研样本数为 200

整体而言, 随着疫情管控措施优化, 消费者出行及收入水平逐步回暖, 医美消费复苏弹性较大, 尤其是成熟医美用户群体长期被积压的轻医美项目需求有望率先释放。其次为彩妆, 受益于出行场景逐步恢复, 预计有所回暖。在护肤领域则预计将呈现出结构型增长, 中腰部产品份额有望被更高性价比的高品质大众产品切分。

2. 产业链变化: 优质增长背景下, 环节间加剧强强联合

2.1 化妆品: 新规影响与供应链挑战下, 行业加速洗牌

新规对产业链各环节影响逐步显现, 行业格局加速向头部集中。化妆品行业新规体系下, 一系列政策法规密集出台, 对化妆品功效、化妆品标签、化妆品原料及安全等作出明确规定, 对产业链各环节监管持续加强, 市场优胜劣汰节奏预计加速。2022-2024 年多部法规过渡期将结束, 对于国内化妆品企业而言为重要调整适应期。主要变化体现在: 1) 按照风险分类管理: 高风险严格管理保证安全, 低风险简化流程加强事中事后管理; 2) 明确企业主体责任: 规定注册人、备案人对化妆品质量和功效宣称负责; 3) 重视产品的安全性与有效性, 扩大监管范围, 提高违规成本。对产业链的影响而言, 一方面提高行业门槛, 淘汰不合规企业, 各环节头部效应均有望加强, 且相互之间强强合作的动力更为充足; 另一方面鼓励研发创新, 打击抄袭造假, 夸大宣传, 加速杂牌出清, 给重视原研投入的企业提高良好发展机遇, 原料研发端的价值被有效放大。

图表 14: 化妆品行业新规体系各环节要点及影响



资料来源: 国家药监局, 国家市场监督管理总局, 国盛证券研究所

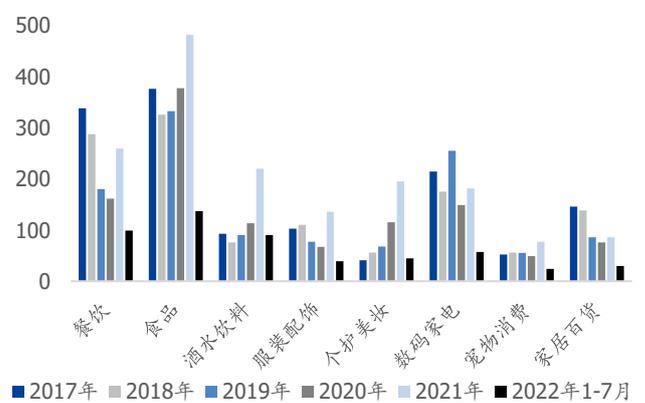
由于疫情冲击及新规趋严, 化妆品行业供给侧整体加速优胜劣汰节奏。部分中小品牌难以维持可持续的健康发展。据企查查数据显示, 目前全国约有 2021 万家化妆品相关企业, 在近 3 年内成立的企业中, 有 188 万家目前已注销或吊销, 在近 1 年里成立的企业中有 21 万家左右已注销或吊销。此外, 由于今年以来消费领域创投环境整体较低迷, 一级投融资市场中个护美妆融资事件数量同比降幅较大, 根据烯牛数据统计, 2022 年 1-7 月个护美妆领域融资数量为 45 起, 相较于去年同期的 116 起同比下降约 50%。

图表 15: 近 10 年化妆品相关企业注册量 (万家)



资料来源: 企查查, 青眼, 国盛证券研究所注: 仅统计企业名称、产品、经营范围包含“化妆品”的企业, 2022 年统计时间截至 11 月 17 日

图表 16: 2017-2022 年 7 月消费细分领域融资事件数



资料来源: 烯牛数据, 国盛证券研究所

2.1.1 上游原料呈现本土化替代趋势, 代工商加速优胜劣汰

海外原料供给受到生产/物流受限等因素叠加影响, 加大产能转移。受新冠疫情及通货膨胀影响, 今年以来, 石油、天然气等能源全球性涨价, 并从化工原料、工厂能耗成本等方面进行传导, 大宗商品价格指数攀升, 我国化妆品产业目前大多原料来源于进口, 航运价格也呈现不断上涨的态势。从三季度起, 巴斯夫、杜邦、陶氏化学等跨国化工巨头多次发函宣布涨价。海外产能及物流受到疫情、地缘冲突等因素影响, 加大向中国地区转移。生产方面, 能耗双控政策下, 限电限产的影响在产业链上逐步传导, 生产有所受限。自有供应链的规模化大企业抗风险能力更强, 一般有自建工厂, 可从源头直接采

购或买断某种原料，且资金实力雄厚，可内部消化成本来扛住涨价压力。

图表 17: 海外主要原料商产能转移措施

公司	国家	产能转移措施
巴斯夫	德国	全面推进位于中国广东省湛江市的一体化基地项目，到 2030 年投资总额将达到 100 亿欧元，建成后将成为巴斯夫全球第三大生产基地。
德之馨	德国	总投资 1 亿美元至南通生产基地，将在今年年底前竣工，明年二季度正式投产，年产能将达 4.5 万吨香精香料。
亚什兰	美国	2022 年 10 月起，提价 15% 以应对与原材料、能源、货运和劳动力相关的持续总体通胀。
奇华顿	瑞士	常州工厂目前正积极承接上海厂区特种香精产品产能，预计今年下半年实现产能完全转移。
德国瓦克	德国	南京工厂投资达 1.3 亿欧元，中国投资占全球当年投资总额 25% 至 30%。
赢创	德国	宣布升级其位于上海莘庄工业园的研发基地，并正式更名为“赢创上海创新园”。升级后，上海创新园将集基础研究、产品开发、工艺开发、实验工厂、应用技术、测试分析服务和风险投资活动于一体。
英力士	瑞士	7 月 28 日与中石化签署合资合作协议，总价值约 70 亿美元，中石化与英力士股权互换，双方将按照 50%: 50% 股权比例成立合资企业，利用英力士独特的 ABS 技术生产丙烯腈丁二烯苯乙烯，发力高端化工市场。
科思创	德国	投资超 2700 万欧元在上海一体化基地开工建设其首条专用于聚碳酸酯回收再生材料共混生产的物理回收 (MCR) 生产线，计划 2023 年投入运营。
科莱恩	瑞士	10 月 20 日宣布将对其位于广东省惠州市大亚湾的 Exolit OP 无卤阻燃剂工厂追加 4000 万欧元的投资额以建设第二条生产线。计划 2023 年中在大亚湾投产，第二条生产线将在 2024 年内投入使用。
德国默克	德国	9 月初宣布中国首个 OLED 材料生产基地正式在上海浦东金桥落成并投入运营。该基地前期投资金额共计 980 万欧元 (约 7700 万人民币)，是德国默克在继德国、韩国之后投建的全球第三个 OLED 材料生产工厂。
英威达	美国	9 月亚太研创中心在上海国际化工新材料创新中心落成，投入超 9500 万元。
阿克苏诺贝尔	荷兰	9 月 22 日，正式启动其上海松江的装饰漆华东物流基地。该基地投资规模约为 7500 万元，预计于 2023 年 6 月正式投入使用，建成后将成为阿克苏诺贝尔全国最大的物流基地。

资料来源: ECHEMI, 第一财经, 慧正资讯, 江海明珠网, 常州市经济与社会发展综合咨询服务平台, 国盛证券研究所

原料市场有望加快本土替代进程，国内原料商迎来发展机遇期。随着海外部分龙头原料专利到期，疫情、地缘冲突等冲击供给，促进产能转移，加快本土化替代进程，国内原料商有望迎来发展机遇期。分大类来看，1) 基础原料：用量较多，我国在大宗原料因资源受限较为依赖进口，在表活类/香精香料等领域通过品质稳定及生产规模化优势有所突破，分别约占全球销量 22%/销售额 25%；2) 功效原料：附加值较高，欧美日企业凭借研发技术/测试体系等多维优势占据大多份额，国内企业在部分细分领域深耕研发及量产商业化能力，逐步进入主要化妆品企业采购体系，透明质酸/防晒剂等品类分别占全球销量 80%/30%+。

图表 18: 国内主要上市原料企业所处市场规模情况

原料	市场规模	中国市场占比
表面活性剂	2021 年全球市场消耗量约为 1760 万吨，2021 年国内表面活性剂产量约 389 万吨，销量约 379 万吨	约 21.5% (以销量计)
防晒剂	2020 年全球/中国防晒剂消耗量约 5.4 万/1.2 万吨 (据科思招股书披露其份额，以销量计中国占比预计超 30%)	约 22% (以消耗量计)
透明质酸	2021 年全球透明质酸原料市场规模约 700 吨，预计未来将保持 14.9% 的高复合增长率。	约 80% (以销量计)
香料香精	2020 年全球香精香料市场规模约 284 亿美元，中国香精香料行业销售规模约 511 亿元	约 25% (以销售额计)
胶原蛋白	2020 年全球胶原蛋白产量 3.2 万吨，市场规模 157 亿美元，中国产量约 2000 吨，市场规模约 10 亿美元	约 6.4% (以产量/销售额计)
L-丙氨酸	2019 年全球市场需求量约为 3.8-4.2 万吨	
L-缬氨酸	2019 年全球市场需求量约为 3.25 万吨	

资料来源: 中国日用化学工业信息中心, 各公司公告, 各公司招股说明书, 弗若斯特沙利文, 华经产业研究院, 国盛证券研究所

新规下原料备案提速，国内企业占比近半势头良好。过往由于分类不明晰、审评尺度难把握等原因，在2009-2019年间我国仅有4款化妆品原料获批。2021年新规加大保障原料研发创新的合法权益，明确安全监测中的新原料经新原料注册/备案人同意后，化妆品注册/备案人方可用于化妆品生产，且原料报送码并不公开显示原料机密信息，新原料在3年观察期内遵循“谁申请，谁受益”的原则，在制度上保证了原料创新企业申请新原料和技术创新的积极性。实施后至今已45个新原料备案，其中21个来自国内公司（如依据原料的生产地在中国则数量更多），新原料备案数量提速增长，为行业创新发展注入新的活力。备案原料较多的公司主要包含华熙生物、陶氏等研发技术强劲的中外龙头企业以及深圳维琪、中科光谷等中小型国内原料供应公司。

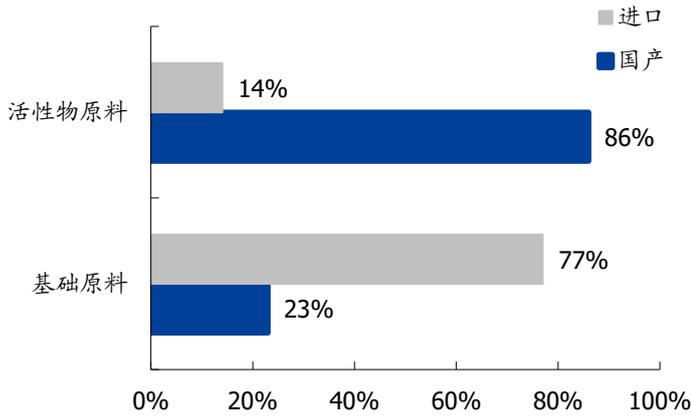
图表 19: 化妆品新规实施后备案新原料情况

序号	中文名称	备案号	备案人	序号	中文名称	备案号	备案人
1	水解透明质酸锌	国妆原备字 20220008	华熙生物科技股份有限公司	24	铁皮石斛原球茎	国妆原备字 20220010	大连普瑞康生物技术 有限公司
2	N-乙酰神经氨酸	国妆原备字 20220026	华熙生物科技股份有限公司	25	水解透明质酸钙	国妆原备字 20220016	华熙生物科技股份 有限公司
3	补骨脂酚	国妆原备字 20220027	赛胜公司	26	反式-1-氯-3,3,3-三氟 丙烯	国妆原备字 20220017	霍尼韦尔贸易(上海) 有限公司
4	β-烟酰胺单核苷酸	国妆原备字 20220013	余姚莱孚斯本健康科技有限 公司	27	吡啶丙酸	国妆原备字 20220022	株式会社资生堂
5	羟乙基咪唑烷酮	国妆原备字 20220021	株式会社资生堂	28	聚乳酸	国妆原备字 20220028	LX HAUSYS 株式会 社
6	棕榈酰二肽-18	国妆原备字 20220032	日产化学株式会社	29	丙烯酰基二甲基牛磺 酸钠/VP 交联聚合物	国妆原备字 20220004	科莱恩国际有限公 司
7	酵母菌/珍珠发酵溶 胞产物滤液	国妆原备字 20220029	浙江欧诗漫集团德清生物科 技	30	聚氨酯-48	国妆原备字 20220025	科思创德国股份有 限公司
8	双-鲸蜡硬脂基氨基端 聚二甲基硅氧烷	国妆原备字 20220005	迈图(上海)贸易有限公司	31	聚氨酯-34	国妆原备字 20220024	科思创德国股份有 限公司
9	N-乙酰神经氨酸	国妆原备字 20220011	武汉中科光谷绿色生物技术	32	寡肽-215	国妆原备字 20220012	深圳市维琪医药研 发有限公司
10	苄基磺酰基 D-丝氨 酰基高苯丙氨酸咪 基苄胺乙酸盐	国妆原备字 20220014	帝斯曼维生素(上海)有限 公司	33	藏猪脂	国妆原备字 20220015	四川鹿鸣丘高原生 态农业科技
11	β-烟酰胺单核苷酸	国妆原备字 20220007	康盈红莓(中山)生物科技	34	聚二甲基硅氧烷/双-异 丁基 PPG-20 交联聚合 物	国妆原备字 20220020	陶氏(张家港)投 资有限公司
12	聚甲基倍半硅氧烷/ 三甲基硅烷氧基硅 酸酯	国妆原备字 20220003	格苒特工业公司	35	醋酸杆菌/乳酸杆菌/酵 母菌/茶叶提取物/蔗糖 发酵产物滤液	国妆原备字 20220030	仙婷(广州)科技 研发有限公司
13	β-烟酰胺单核苷酸	国妆原备字 20220002	余姚莱孚斯本健康科技有限 公司	36	β-丙氨酸羟脯氨酸二 氨基丁酸苄胺	国妆原备字 20210003	深圳市维琪医药研 发有限公司
14	鲸蜡基二甘油三 (三甲基硅氧基) 硅乙基聚二甲基硅 氧烷	国妆原备字 20220001	陶氏(张家港)投资有限公 司	37	月桂酰甲基羟乙基磺 酸钠	国妆原备字 20210006	英诺斯派化工(北 京)有限公司
15	β-烟酰胺单核苷酸	国妆原备字 20220009	深圳维琪医药研发有限公司	38	四氟丙烯	国妆原备字 20210005	霍尼韦尔国际公司
16	TMP 月桂基聚二甲 基硅氧烷	国妆原备字 20220019	丝而得公司	39	雪莲培养物	国妆原备字 20210004	大连普瑞康生物 技术有限公司
17	环己基甘油	国妆原备字 20220023	株式会社 ADEKA	40	月桂酰丙氨酸	国妆原备字 20210002	苏州维美生物科技 有限公司
18	聚硅氧烷季铵盐-20	国妆原备字 20220018	丝而得公司	41	N-乙酰神经氨酸	国妆原备字 20210001	武汉中科光谷绿色 生物技术
19	聚硅氧烷季铵盐-26	国妆原备字 20220031	迈图(上海)贸易有限公司	42	南极磷虾油	国妆原备字 20220039	中冠生物科技(琿 春)有限公司
20	月桂酰/肉豆蔻酰甲 基葡糖酰胺	国妆原备字 20220034	科莱恩国际有限公司	43	山芙蓉根/茎提取物	国妆原备字 20220036	嘉文丽(福建)化 妆品有限公司
21	蝉花菌丝体提取物	国妆原备字 20220038	上海葡萄王企业有限公司	44	全氟丁基乙基硬脂基 聚二甲基硅氧烷	国妆原备字 20220037	埃肯有机硅(上海) 有限公司
22	双-二异丙醇胺-PG- 丙基聚二甲基硅氧 烷/双-异丁基 PEG- 14 共聚物	国妆原备字 20220033	陶氏(张家港)投资有限公 司	45	水解马铃薯淀粉十二 烯基琥珀酸钠	国妆原备字 20220035	诺力昂表面化学有 限责任公司
23	红藜提取物	国妆原备字 20220006	百岳特生物科技(上海)有 限公司				

资料来源: 药监局, 国盛证券研究所注: 截至 2022 年 11 月注: 标红为中国原料商

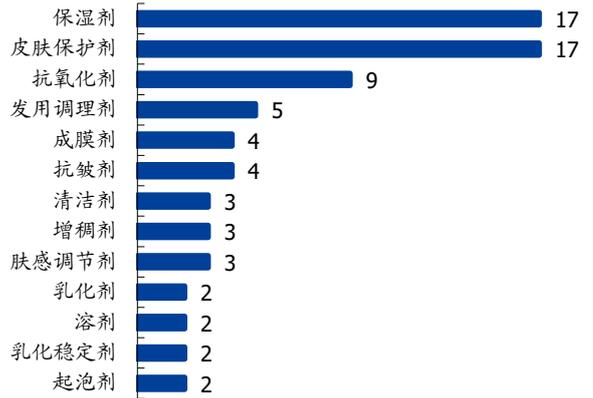
新备案原料中活性物占比近半，其中超 8 成为国产。从原料的性质来看，已备案的新原料中，活性物原料接近一半，其中，国产原料占 80%+，而进口原料主要以成膜剂、乳化剂等基础原料为主。从备案新原料的主要使用目的来看，各有 17 款原料可以用作保湿剂和皮肤保护剂，9 款原料可用作抗氧化剂，5 款原料可用作发用调理剂。

图表 20: 已备案新原料中进口/国产的基础原料/活性物原料占比



资料来源: 药监局, 言安堂, 国盛证券研究所注: 截至 2022 年 11 月, 进口/国产的划分依据原料的生产地而非原料商国籍, 是否活性物依据使用目的和专家经验综合判断

图表 21: 已备案新原料主要使用目的



资料来源: 药监局, 言安堂, 国盛证券研究所注: 截至 2022 年 11 月, 一款原料可能有多个使用目的

代工商受疫情冲击及成本压力影响较大, 加速优胜劣汰。 代工企业作为产品方案的执行者, 集市场洞察、研发生产、功效检测、安全保障等职能于一体, 是美妆产业链中关键的一环。今年以来, 受疫情影响导致线下参展受限, 代工企业失去接触新客户的重要渠道。此外, 化工原料、包材、人力成本、海运价格等攀升, 致使生产运营成本增加, 利润空间被压缩。新法规对代工企业的配方库储备、功效评价体系、专利技术 & 研发能力等方面都提出了考验, 传统的 OEM/ODM 模式由于价值量较低难以维持可持续发展, 具备功效评价实验室的企业具有较强优势。未来随着新锐国货品牌逐步回暖, 有望为代工企业贡献重要增量。

图表 22: 化妆品代工新模式发展趋势

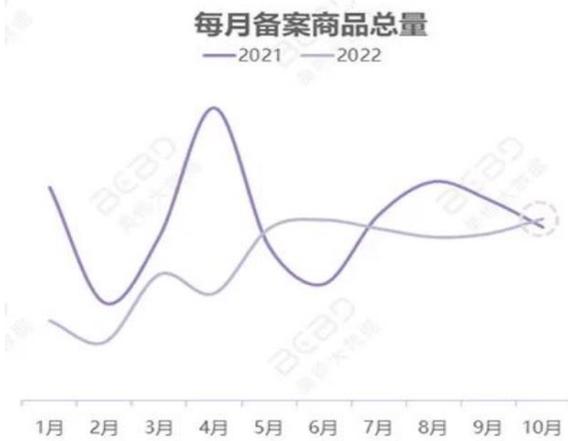
方向	主要内容
素材与研发支撑	设立与原料、包材及研发的相关特别部门——素材与研发支援 (或其他名称), 专业、高效、精准对接“委托方”。
配方数字化	建立配方管理的数字平台后, 配方数据是可追溯的, 提高协作效率, 赋能产品创新, 轻松应对不同区域、不同品牌的各种产品开发与生产制造; 组建“AI 配方团队”, 缩减产品开发周期, 节约开发成本
柔性供应链	决策管理柔性化, 订单数量柔性化, 生产时间柔性化。具有四大优势: 零库存; 提高资金转化率; 降低管理成本; 紧跟市场热点、把握商机。
品牌与产品孵化	由化妆品 OEM/ODM 代工发展到“品牌与产品孵化”(化妆品 OBM)。除了产品加工外, 还提供一站式增值服务: 包括从市场研究、产品规划、配方研发、包材原料采购、包装设计、生产制造; 到代理商商标注册、产品送检、备案登记、功效评价等全过程的配套服务
原料端竞争壁垒	向原料上游拓展, 与全球重要的化妆品原料供应商进行深度技术合作, 从源头树立竞争壁垒

资料来源: 创美内参, 国盛证券研究所

2.1.2 品牌方上新成本提高, 聚焦高质量发展成为趋势

上市备案难度提升及疫情影响下, 产品备案数量阶段性减少后逐步回升。 新规要求自 2022 年 1 月 1 日起, 所有化妆品产品开始提交年度报告, 新产品开始上传产品功效宣称依据的摘要, 配方如涉及防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能原料, 需在提交相应原料安全相关信息。根据美丽修行大数据统计, 2022 年 1-10 月备案数累计达 28.7 万, 同比下降 22.5%。尤其在上半年, 备案人不仅要适应新产品上市环节新的合规要求, 还要为以往备案的产品查漏补缺。此外, 由于国内外化妆品相关政策存在差异性, 进口产品难以在短时间内适应新政。国产化妆品备案总数为 16.8 万余件, 较 2021 年下半年环比下降 25.5%, 进口化妆品总数为 3200 余件, 环比下降 58.5%。后续随着疫情管控优化、企业陆续适应新规要求, 化妆品备案新品以及新品牌数有望陆续回升。

图表 23: 2021 及 2022 年化妆品备案商品数量变化对比



资料来源: 国家药品监督管理局, 美丽修行大数据, 国盛证券研究所
注: 备案商品总量包含新备案商品及备案更新商品

图表 24: 2022 年化妆品备案新品牌数量情况



资料来源: 美丽修行大数据, 国盛证券研究所

原料涨价/新规趋严带来上新成本提升, 倒逼品牌聚焦高质量产品。 由于今年海外原料供应量不足、订货周期长, 导致化妆品企业流动资金压力有所提升。护肤品类中, 国际品牌上新周期大多在 14-24 个月, 本土品牌约 6-12 个月, 新规对于特殊化妆品要求提交功效试验报告, 预计周期将延长约 2-6 个月。过往部分新锐品牌由于大部分走低端路线, 需要维持营销热度, 上新周期较短约 2-4 个月, 但随着新规对于产品注册和功效宣称管理趋严, 该部分品牌如不能及时调整适应则预计将加速出清。功效宣称评价要求祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、修护、滋养等 6 种功效类别只能通过人体功效评价试验的方式进行, 由于涉及志愿者招募等问题, 相应功效检测费用也较贵, 大约为 3-30 万。随着化妆品用户愈加理性, 购买时注重产品成分与功效, 化妆品行业科技属性逐步加强, 倒逼企业通过加大在原料创新、升级配方、优化流程、智能制造等布局, 在产业链各环节降本增效, 聚焦高质量产品, 提升综合竞争力。

图表 25: 化妆品功效宣称评价项目要求

化妆品功效宣称评价项目要求¹

序号 ¹	功效宣称 ²	人体功效评价试验 ³	消费者使用测试 ³	实验室试验 ³	文献资料或研究数据 ³
1 ¹	祛斑美白 ²	√ ³	□	□	□
2 ¹	防晒 ²	√ ³	□	□	□
3 ¹	防脱发 ²	√ ³	□	□	□
4 ¹	祛痘 ²	√ ³	□	□	□
5 ¹	滋养 ²	√ ³	□	□	□
6 ¹	修护 ²	√ ³	□	□	□
7 ¹	抗皱 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
8 ¹	紧致 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
9 ¹	舒缓 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
10 ¹	控油 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
11 ¹	去角质 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
12 ¹	防断发 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
13 ¹	去屑 ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
14 ¹	保湿 ²	* ³	* ³	* ³	* ³
15 ¹	护发 ²	* ³	* ³	* ³	* ³
16 ¹	特定宣称 (宣称适用敏感皮肤、无泪配方) ²	* ³	* ³	□	□
17 ¹	特定宣称 (原料功效) ²	* ³	* ³	* ³	* ³
18 ¹	宣称温和 (无刺激) ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
19 ¹	宣称量化指标的 ² (时间、统计数据等) ²	* ³	* ³	* ³	△ ³
20 ¹	宣称新功效 ²	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。 ³			

说明: 1. 选项栏中画√的, 为必做项目;¹
2. 选项栏中画*的, 为可选项目, 但必须从中选择至少一项;²
3. 选项栏中画△的, 为可搭配项目, 但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。³

资料来源: 国家药监局《化妆品功效宣称评价规范》, 国盛证券研究所

图表 26: 主要化妆品功效检测项目参考价

序号	功效宣称	参考价格	受试者人数	实验周期
1	祛斑美白	12-30万	35-70人	4-8周
2	防晒	5-10万	35-70人	4-12周
3	防脱发	25-30万	60-70人	12周
4	祛痘	5-16万	35人	4周
5	滋养	3-13万	35人	4周
6	修护	3-23万	35人	3-4周
7	抗皱	5-23万	35人	12周
8	紧致	3-18万	35人	8周
9	舒缓	3-18万	35人	4周
10	控油	3-11万	30-35人	4-5周
11	去角质	5-12万	35人	4周
12	去屑	10-18万	35人	4周
13	保湿	3-11万	30-35人	4-5周

资料来源: 美妆网, 国盛证券研究所

2.1.3 代运营环节步入高阶竞争阶段, 企业加速转型

代运营环节业务定位为平台和商家的服务商, 经营模式对二者较为依赖, 重点在于品牌客户资源的持续积累和粘性, 渠道资源和长期积累的运营经验, 对于不同渠道和品类打法的准确判断, 以及各渠道投放 ROI 的持续优化。过往代运营公司主要依靠渠道资源及

运营优势扩大营收，但随着内部平台红利的缩减和外部市场环境的变化，所依赖的大客户逐渐转向自营模式，中小型电商代运营、主播网红等自媒体形式也开始为品牌提供广告、带货服务，整个代运营商行业已步入高阶竞争阶段，呈现流量红利衰退和品牌运营需求趋精细化的态势，越来越多代运营公司开始加速转型，主要方向可以分为：

- **1) 加大新电商渠道建设，拓宽增长路径：**从平台来看，此前以淘系为主导的平台生态正被削弱，抖音、快手、小红书等社媒平台正在展现强劲的消费潜力，对以淘系为主导的代运营商是一大挑战。具有运营和渠道优势的美妆代运营商，可通过整合资源扩大线上多渠道布局。其中，若羽臣已布局抖音、小红书、快手等 20+平台，水羊股份在布局抖音、快手等线上渠道的同时也在着重改善线下渠道的经营质量；目前青木股份的渠道布局较为集中，仅有淘系、京东、抖音三个渠道。

图表 27: 主要代运营公司渠道布局情况

公司	核心渠道	核心渠道占比	其他渠道
壹网壹创	淘系	29.54%	京东、唯品会、拼多多、抖音、小红书、私域 线上: 京东、唯品会、抖音、快手; 线下: 屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、SKP、化妆品专卖店
水羊股份	淘系	40%	京东、抖音、拼多多、Lazada&Shopee
丽人丽妆	淘系	88.7%	京东、抖音、拼多多、快手、唯品会、小红书、苏宁、考拉海购等 20+平台
若羽臣	淘系	62.13%	京东、唯品会、小红书、网易考拉、微信官方商城及品牌官网等
凯淳股份	淘系	39.97%	京东、抖音
青木股份	淘系	53.63%	

资料来源: 公司公告, 聚美丽, 国盛证券研究所注: 丽人丽妆为 2022 年三季报数据, 其余为 2022 半年报数据

- **2) 代运营品牌+孵化自有品牌+投资品牌，拓展客户矩阵：**过往代运营商对于大客户的依赖度较高，未来主要通过收购、投资新锐品牌及孵化自有品牌建设推动增长，多样化拓展合作品牌数量，并差异化构建自有品牌价值。如 2022 年上半年壹网壹创已新增 27 个品牌；投资品牌方面，今年以来水羊股份接连收购品牌 PierAuge、伊菲丹，丽人丽妆已对外投资身体护理品牌怪力浴室、专柜级高端彩妆及皮肤护理品牌 Exacting 等。

图表 28: 主要代运营公司品牌矩阵情况

公司	合作品牌	投资品牌	自有品牌
壹网壹创	曼秀雷敦、瑗尔博士等 120+品牌	/	每鲜说 (已面临转卖股权)
水羊股份	城野医生、强生集团、KIKO、LUMENE、ALBION 等 10+品牌	PierAuge、伊菲丹	御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御 MEN
丽人丽妆	科蒂集团旗下阿迪达斯个护、趣多多、乐扣乐扣等	怪力浴室、Exacting	美壹堂、玉容初、爱贝萌、寻味档案
若羽臣	宝洁集团、Swisse、双心、雀巢健康、雅漾等 50+品牌	OUNGMA Y 样美、解你、溯华、SPD、倍珍保、魔范璐玛	绽家、Aromoona
凯淳股份	联合利华、欧莱雅中国、娇韵诗、雅漾、屈臣氏等 80+品牌	/	/
青木股份	H&M、ECCO、Filorga 菲洛嘉、高露洁、Trombrog 等	/	/

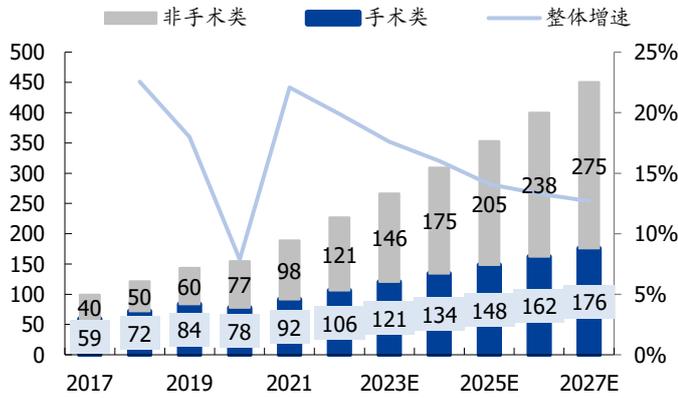
资料来源: 公司公告, 聚美丽, 国盛证券研究所

2.2 医美：捕捉新材料，新格局中的新机遇

疫后稳健发展，长期需求升级逻辑延续。长期趋势下，医美行业持续验证高端需求升级逻辑，市场规模与渗透率双升。当前行业发展进入疫后稳健复苏阶段，常态化管控下

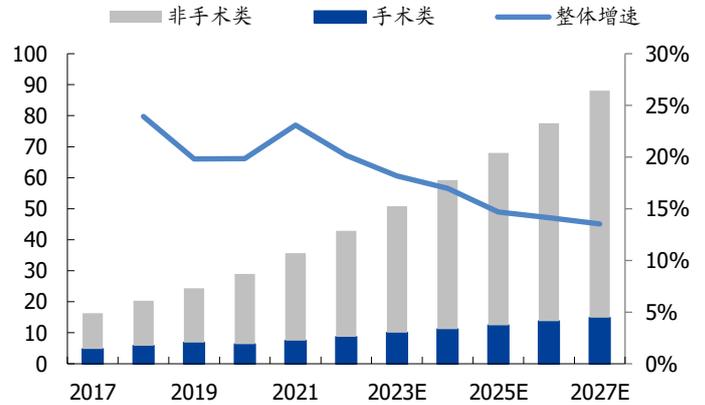
市场逐步回暖，2022年我国医疗美容市场规模预计达2267亿元，对应医美治疗次数近4290万次，预计未来三年将以15.90%的复合增速达到3529亿元的规模，届时医疗美容次数达6800万次。其中轻医美项目以低风险、快恢复、美容效果自然等优势备受市场青睐，新氧数据颜究院统计2021年我国非手术用户占比同增1.30pcts达83.10%，已为医美市场主力，非手术类治疗次数达2820万次，占医美总疗程比重达78.99%，未来非手术类医美项目仍将以17.58%高增速挤压手术类市场，预期至2027年市场规模有望达2745亿元。

图表 29: 中国医疗美容市场规模 (按服务收入计, 十亿元)



资料来源: 爱美客港股招股说明书、国盛证券研究所

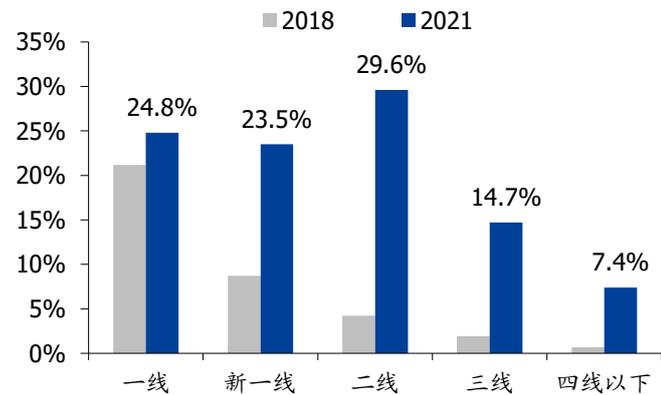
图表 30: 中国医疗美容治疗次数 (百万次)



资料来源: 爱美客港股招股说明书、国盛证券研究所

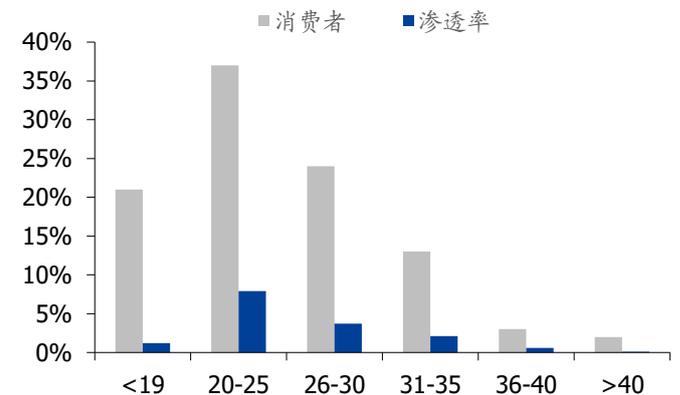
线级下沉与年轻化仍为渗透率提升方向。居民收入结构优化与对美追求不止，医疗美容项目加速向线级城市下沉，据新氧数据颜究院统计至2021年我国二三四线城市医美渗透率较2018年提升25.18pcts/12.65pcts/6.70pcts至29.6%/14.7%/7.4%。参考艾瑞咨询《2022年中国医美美容行业报告》，当前医美用户地域结构分布中，二线城市已凭49.5%的占比位居第一大消费主力，一线城市与三线及以下城市用户占比分别达31.3%和19.2%。从用户年龄结构看，年轻化仍为渗透率提升趋势，2021年25岁以下医美消费者在总人群中占比高达58%，其中20-25岁人群中的医美渗透率达7.90%，位居各年龄段首位。艾瑞咨询数据显示，2022年我国77.6%的医美用户初次尝试医美项目的年龄小于30岁，其中11.4%的用户初次医美年龄低于20岁，医美项目已由中年抗衰逐步走向年轻化的皮肤管理与日常养护。

图表 31: 2021年中国按城市等级划分的医美渗透率



资料来源: 新氧数据颜究院、国盛证券研究所

图表 32: 2021年中国按年龄划分消费比例及其渗透率 (%)



资料来源: 爱美客港股招股说明书、国盛证券研究所

一级投融资整体热度回调，发力掘金上游医疗器械。据不完全公开资料统计，截至2022年12月5日我国医美行业投融资事件总数与金额较2021年同比有所下滑，行业过热现象逐步回调，投融资方向加速向上游医疗器械集中。上半年医美巨头华熙生物以2.33亿元收购胶原蛋白生产商益而康生物51%的股权进军上游新产业；华东医药以

1.74 亿元全资能量源设备商 Viora，继续拓宽光电设备产品线；隐形矫治龙头时代天使加速推进出海计划，收购巴西正畸厂商 Aditek51%的股权推动国际正畸产业链整合。相比之下，中下游投融资热度有所下降，仅有朗姿、拉芳、高瓴、兴科蓉发起四件医美机构投融资事件。

图表 33: 2022 年以来医美行业大型投融资事件 (截至 2022 年 12 月 5 日)

领域	时间	投资方	被购标的	投/融资	金融
医疗器械: 胶原蛋白	1 月	康德莱	美械宝	股权投资	/
医疗器械: 能量源设备	2 月	华东医药 (Sinclair)	Viora	100% 股权收购	1.74 亿元
医疗器械: 冷热溶脂及超声技术	3 月	漾颜空间	深圳易美	80% 股权收购	/
医疗器械: 缝合线	3 月	雅惠投资, 荣振投资, 取势资本	南京普立蒙	融资	近亿元
医疗器械: 高端医美光电器械	4 月	远毅资本独家投资	美迈蕾	天使轮融资	千万元
医疗器械: 胶原蛋白	4 月	华熙生物	益而康生物	收购 51% 股权	2.33 亿元
医疗器械: 合成生物学新材料	5 月	日初资本独家投资	金坤生物	A 轮融资	数亿元
医疗器械: 高端激光设备	7 月	元生创投	南京佰福	Pre-A 轮融资	近亿元
医疗器械: 人工智能影像	7 月	复星医药、国药中金, 安亭实业	复星杏脉	战略融资	超亿元
医疗器械: 可溶性微针技术	8 月	凯风创投	天时维	A 轮融资	千万元
医疗器械: 口腔再生修复	9 月	里程碑创投、青岛高新创投	蓝皓生物	A 轮融资	千万元
医疗器械: 正畸治疗	10 月	时代天使	Aditek	51% 股权收购	1940 万美元
医疗器械: 齿科材料	3 月	复锐医疗科技	福州瑞克布朗	股权投资	3500 万
终端: 人工智能医美平台	5 月	易高资本	MIRA	天使轮融资	千万元
终端: 美护评测平台	6 月	虹溪创投	集小美	天使轮融资	1000 万元
医美服务机构	1 月	兴科蓉医药	德阳德美	收购	/
医美服务机构	6 月	拉芳家化	医美国际	认购 23.2% 股份	1 亿元
医美服务机构	9 月	朗姿股份	昆明韩辰	收购 75% 股权	1.58 亿元
医美服务机构	9 月	高瓴资本	同佳健康	战略融资	2 亿元

资料来源: 医美研究院, 国盛证券研究所

短期疫情反复制约客流增长, 产业扶持政策频出助力行业复苏。回顾 2022 年以来医美发展历程, 全国疫情反复导致的封控政策对线下客流增长与需求存在一定制约, 各地政府及时出台扶持政策, 由上而下加快产业复苏步伐, 推动行业健康良性发展。1) 在医疗器械研发端, 深圳、杭州等地积极鼓励医美领域高端医疗器械研发生产, 对新批医疗器械产品及临床试验提供 100-600 万元不等奖励; 2) 审批注册环节: 广东省与山东省药监局全面优化医疗器械审批服务, 对于评审环节全面提速, 大幅压缩二类医疗器械审批时限; 3) 终端运营: 海南、成都、深圳等地加快医疗美容产业发展, 积极对接国际药械企业, 打造高端医美产业链, 全力建设国际医美之都。

图表 34: 2022 年以来全国多地出台支持医美产业发展政策

地区	时间	政策	核心内容
海南	2月18日	海南自贸港放宽市场准入工作成果新闻发布会	积极对接国际药械企业，打造高端医美产业链；引入国内外知名医疗机构与专家团队，利用离岛免税政策带动养老养生及医美整形等多产业链融合发展
成都	5月10日	《成都市“十四五”生物经济发展规划》	发挥资源聚集优势，推动高端医美新材料研发制造、高精医美服务、“医美+”新经济突破发展，全力建设国际医美之都。
山东	5月16日	《关于促进医疗器械产业高质量发展的十六条措施》	加大医疗器械创新支持力度；引导支持医疗器械集聚发展；全面优化审批服务；切实保障医疗器械质量安全。第二类医疗器械注册审评时限由法定的60个工作日缩减至30个，行政审批时限由法定的20个工作日缩减至5个。
苏州	5月20日	《苏州市生物医药产业创新集群建设实施方案》	重点发展包含医美产业在内的医疗健康服务业，从推动数字化转型、发挥市场机制、人才引进、聚焦产业链供应、推动临床保障、优化配套政策服务。
广东	5月23日	《关于优化第二类医疗器械注册审批的若干措施》	审评审批全面提速，实现省内第二类医疗器械注册技术审批时限平均压缩50%；合理配置审评资源；完善各环节数据互通共享、建立常态化审评审批机制。
成都	7月18日	《成都市加快医疗美容产业发展支持政策》	支持高端医美人才发展，人才加快聚集；支持医美企业创新发展；支持医美项目引进建设；支持医美企业发展壮大；支持医美产业环境优化。
深圳	7月26日	《促进大健康产业集群高质量发展的若干措施》	鼓励电子类、生物类医美产品发展，对新批医疗器械产品给予100-500万元不等现金奖励，对新获JCI国际认证的医美机构给予项目总投资20%的资助。
济南	10月11日	《关于加快生物医药与大健康产业高质量发展的若干政策措施》	支持医美抗衰老生产企业加大产品推广力度，对自主创新新产品成功上市销售的按每个产品10万元标准给予一次性奖励。
杭州	10月15日	《关于加快生物医药产业高质量发展的若干措施》	重点支持高端医疗器械及医美等领域研发、生产和服务，对医疗器械研发生产给予200-600万元不等资助，药物临床试验提供100-300万元不等资助。

资料来源：政府官网、国盛证券研究所

终端机构降价引流，龙头业绩逆势向上。今年3月以来疫情反复恶化终端机构经营环境，通过对新氧平台显示，客流承压下终端机构以千元玻尿酸降价打折与捆绑促销等方式吸引需求回升，【爱美客】嗨体系列、【华熙生物】润百颜&润致&丝丽系列、【昊海生科】海薇与姣兰系列等千元玻尿酸为降价引流热门项目。相比之下，高端抗衰填充市场需求韧性强劲，受疫情冲击相对较小，万元再生针剂注射单品濡白天使与少女针终端表现靛眼。其中少女针全年铺货情况优异，至2022年6月授权机构数达500家，培训医师超900人，强销售能力下上半年华东医药子公司欣可丽美学营收高达2.71亿元。高端品类驱动下爱美客Q3单季度维持41.6%高增速，实现归母净利4.01亿元，参考公司中高端玻尿酸销售情况，我们预计全年天使针销量超100万支，收入总量达3亿元，驱动业绩逆势向上。

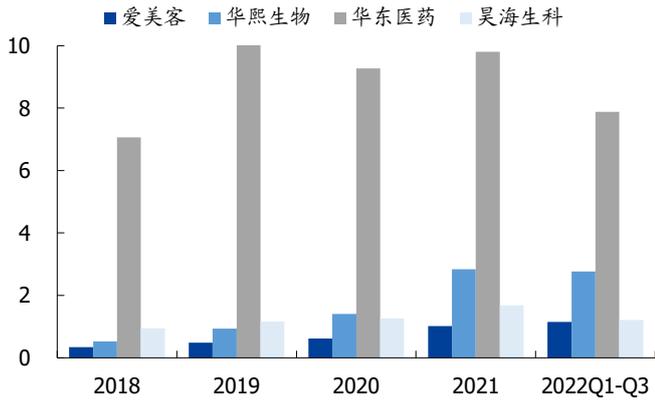
图表 35: 医美上游公司整体业务盈利情况 (亿元)

上市公司	2022Q1			2022Q2			2022Q3		
	营业收入	归母净利	净利率	营业收入	归母净利	净利率	营业收入	归母净利	净利率
爱美客	4.31	2.8	65.00%	4.54	3.11	69.00%	6.05	4.01	66.00%
yoy	66.1%	64.0%	-1.03pcts	21.4%	22.0%	0.5pct	55.1%	41.6%	-6.61pcts
华熙生物	12.55	2.0	15.94%	16.81	2.73	16.25%	13.85	2.04	14.73%
yoy	61.6%	31.1%	-4.06pcts	44.9%	31.3%	-1.75pcts	28.7%	4.9%	-3.27pcts
华东医药	89.33	7.04	7.88%	92.65	6.36	7.00%	96.61	6.41	7.00%
yoy	0.4%	-7.1%	-1.12pcts	11.9%	17.3%	-0.12pct	10.4%	7.7%	-0.38pct
昊海生科	4.74	0.61	13.00%	4.94	0.10	2.00%	6.15	0.91	15.00%
yoy	23.8%	-37.1%	-12.13pcts	5.3%	-92.5%	-26.98pcts	45.0%	14.2%	-4.2pcts

资料来源：Wind、国盛证券研究所

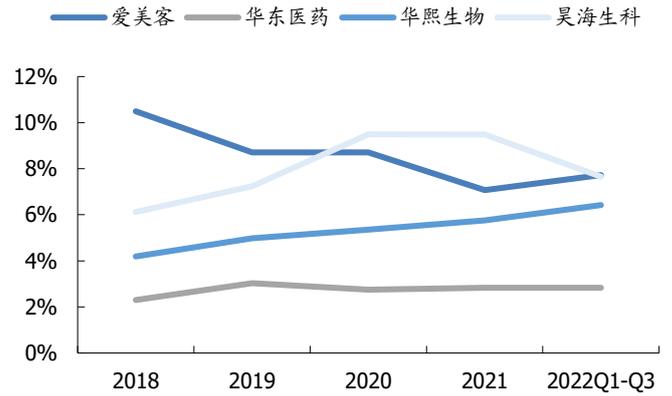
新材料、新产品孕育新增长，上游加速优质管线布局。医美针剂厂商以研发与产品为强护城河，持续推动品类创新，积极储备在研管线。2022前三季度龙头公司爱美客与华熙生物研发费用率持续上行至7.73%/6.42%，华东医药研发总费用达7.88亿元。针剂填充新时代下，上游公司争先布局新材料与新产品中的新机遇。分品类看：

图表 36: 医美上游公司研发费用支出 (亿元)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 37: 医美上游公司研发费用率 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

- **胶原蛋白: 再生针剂开启填充新时代。**再生针剂以 PLLA 或 PCL 微球为核心成分, 刺激人体自我产生胶原蛋白实现填充抗衰, 注射维持期长达 1-2 年, 兼具即时与渐进式美容效果, 有望替代部分高端玻尿酸市场。继市场童颜针、少女针、天使针三款再生针剂后, 医美上游厂商相继入局再生针剂研发, 其中江苏吴中代理爱塑美已完成临床试验进入注册阶段, 有望于 2023 年 Q4 正式上市成为第四款 III 类再生针剂合规产品; 四环医药主打 PLLA 成分再生修复功能的自研再生水光嘉乐妍已进入注册阶段, 另有杭盖、西宏、兴科蓉等公司相继推动童颜针与少女针管线研发。
- **胶原蛋白: 重组胶原蛋白引领胶原注射创新。**重组胶原蛋白突破传统动物源胶原蛋白制备的病毒排斥与高成本桎梏, 以高效、高质、安全等特点推动胶原注射产品升级, 贴合国人对肤色调和的求美需求。上游胶原蛋白龙头厂商逐步攻克重组产品结构性与稳定性问题, 其中锦波生物已推出 III 类重组人源胶原蛋白注射剂薇旖美, 巨子生物、创健医疗等重组胶原蛋白相继推动重组胶原蛋白针剂产品研发, 核心固液体制剂与凝胶产品分别进入开发期与临床阶段, 有望于 2024-2025 年间陆续上市。

图表 38: 胶原蛋白注射剂在研管线布局情况

胶原蛋白再生针剂				
生产/代理商	产品名称	主要成分	研发阶段	预计上市时间
江苏吴中	爱塑美	聚双旋乳酸	临床注册	2023 年 Q4
四环医药	嘉乐妍童颜水凝	聚左旋乳酸	注册阶段	即将上市
四环医药	一代童颜针	聚左旋乳酸	开发阶段	/
四环医药	注射用聚己内酯填充剂	聚己内酯	临床阶段	/
四环医药	聚羟基脂肪酸脂微球再生材料	聚羟基脂肪酸脂	开发阶段	/
杭盖生物	瑞博童颜针	聚左旋乳酸	临床阶段	/
西宏生物	西宏童颜	聚左旋乳酸微球	临床阶段	/
兴科蓉医药	注射用聚己内酯微球面部填充剂	聚己内酯	开发阶段	/
胶原蛋白注射剂				
生产商	产品名称	主要成分	研发阶段	预计上市时间
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	重组胶原蛋白	临床阶段	2024 年 Q1
巨子生物	重组胶原蛋白固体制剂	重组胶原蛋白	临床阶段	2024 年 Q1
巨子生物	重组胶原蛋白凝胶	重组胶原蛋白	产品开发	2025 年 H1
巨子生物	交联重组胶原蛋白凝胶	重组胶原蛋白	产品开发	2025 年 H1
四环医药	复合胶原蛋白填充剂	重组胶原蛋白	开发阶段	/
双美生物	第四代胶原蛋白植入剂	动物源胶原蛋白	完成临床	/
创健医疗	重组人 III 型胶原蛋白超分子填充水凝	重组人 III 型胶原蛋白超分子	临床阶段	/

资料来源: 公司公告、药融云、国盛证券研究所

- 玻尿酸：黄金赛道的长跑，优势品类再升级。**玻尿酸仍为我国医美行业最为成熟的填充物之一，终端热度不减，市场地位牢固。依据分子大小与交联剂添加情况，玻尿酸可应用于水光保湿、除皱抗衰、填充支撑等不同领域。当前玻尿酸上游三大龙头爱美客/华熙生物/昊海生科持续发力产业链成熟，合规化产品丰富的玻尿酸赛道，加速产品适应症的丰富与成分创新，推动优势品类持续升级。爱美客旗下针对颧部与颊部填充的两款透明质酸凝胶已进入临床试验阶段，华熙生物两款单相玻尿酸产品即将完成注册，基于微交联技术的二代产品与水光产品也均处于临床试验阶段；昊海生科多款水光产品进入开发期，积极推动 Cytosial 玻尿酸注册上市。

图表 39: 医美上市公司玻尿酸产品在研管线布局

公司	产品	研发阶段	公司	产品	研发阶段
华熙生物	两款单相玻尿酸产品	即将完成注册	昊海生科	线性精密交联水光注射剂	临床前研究
	基于微交联技术的二代产品	临床试验		加强型水光注射剂	临床前研究
	基础型和功能型水光产品	临床试验		有机交联透明质酸钠凝胶	临床试验
爱美客	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰透明质酸钠凝胶	临床试验	Cytosial 玻尿酸	无痛交联注射用交联透明质酸钠凝胶	注册检验
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	临床试验			推进注册上市
华东医药	Maili 玻尿酸	临床试验	江苏吴中	HARA 玻尿酸	临床试验
	Kylane 公司合作面/身体填充剂	研发阶段	四环医药	Hugel 玻尿酸	注册检验

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

- 肉毒毒素：合规化新品呼之欲出，产品矩阵协同加强。**肉毒毒素可作用于身体多部位与多场景实现除皱塑形效果，与多类产品搭配可实现 1+1>2 的强协调性。我国针对毒麻药品的严监管环境构建肉毒毒素品类极高准入门槛，市场长期空白下多家针剂厂商积极布局肉毒管线。爱美客由韩国 Huons 引进的 Hutox 橙毒已进入 III 期临床阶段，有望于 2024 年正式上市；昊海生科旗下 ET-01 外用涂抹型肉毒与 AI-09 注射型肉毒毒素分别处于 II 期临床与 Pre-IND 阶段。

图表 40: 各公司肉毒毒素在研管线情况

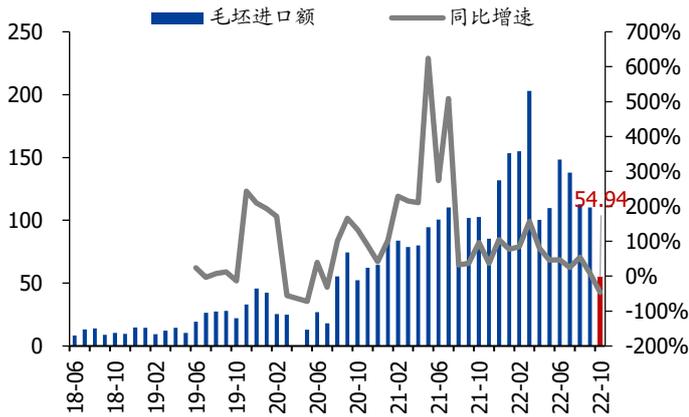
产品	来源国	公司	研发阶段	预计上市时间
Hutox (橙毒)	韩国	爱美客	III 期临床	2024E
Nabota (绿毒)	韩国	大熊制药	III 期临床	2026E
ET-01 外用涂抹型	美国	昊海生科	美国 II 期临床	-
AI-09 注射型	美国	昊海生科	Pre-IND	-
RT002	美国	复星医药	III 期临床	-
The Toxin (蓝毒)	韩国	华东医药	研发	2025E

资料来源：公司公告、国盛证券研究所

2.3 培育钻石：郅匠挥斤，锚定量价最优解

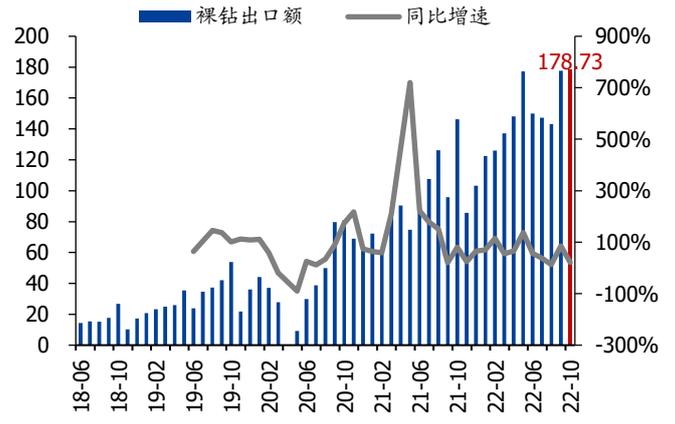
板块景气度趋势向上，培育钻石渗透率持续提升。2022 年供需变化孕育行业强成长性，天然钻石供给不确定性与培育钻石零售布局推动板块高景气度延续向上，印度宝石与珠宝出口促进委员会 (GJPEC) 统计，2022 年 1-10 月印度培育钻石毛坯合计进口额达 12.86 亿美元，同比增长 40.9%，培育裸钻出口额达 15.08 亿美元，同比增长 58.0%，当前进出口总额已显著超去年全年累计金额。其中 Q3 以来受需求环境影响与中游切割加工节奏调整月度增速略有回落，我们认为培育钻石的长期替代与成长逻辑不变，传统珠宝消费旺季订单需求延后仍将推动板块景气度延续。从渗透率角度看，培育钻石全年加工节奏受贸易与切割节奏具备明显周期性，对比天然钻石渗透率呈波动趋势上升，至 2022 年 10 月培育钻石/天然钻石进出口渗透率已分别提升至 5.56%/8.63%。

图表 41: 印度培育钻石毛坯进口额及增速 (单位: 百万美元, %)



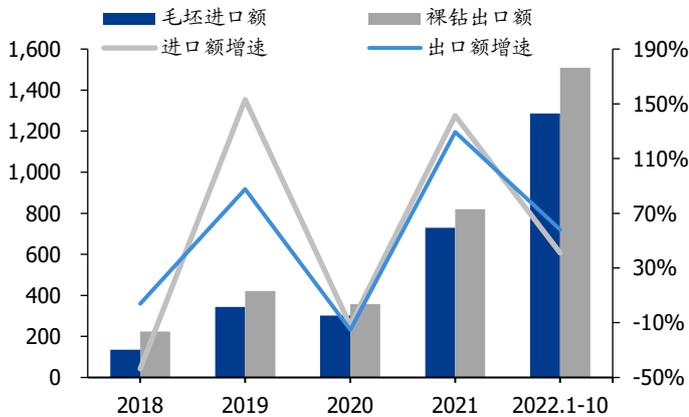
资料来源: GJEPC、国盛证券研究所

图表 42: 印度培育裸钻出口额及增速 (单位: 百万美元, %)



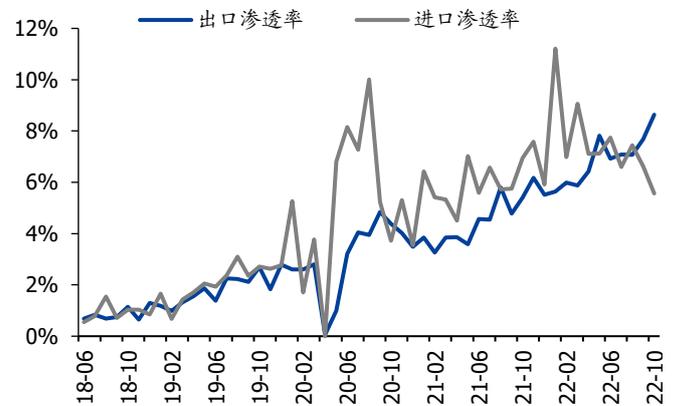
资料来源: GJEPC、国盛证券研究所

图表 43: 印度培育钻石进出口年度数据 (单位: 百万美元)



资料来源: GJEPC、国盛证券研究所

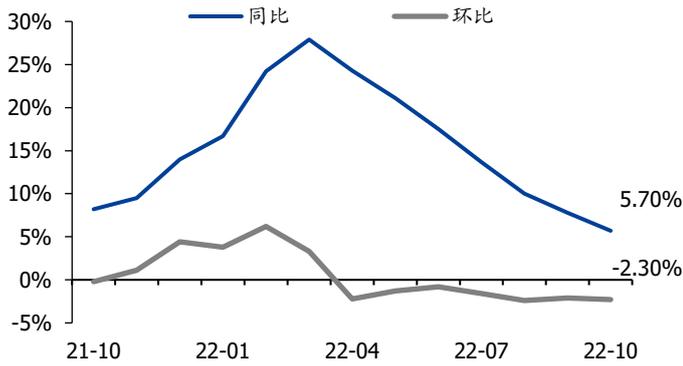
图表 44: 印度培育钻石月度进出口渗透率



资料来源: GJEPC、国盛证券研究所

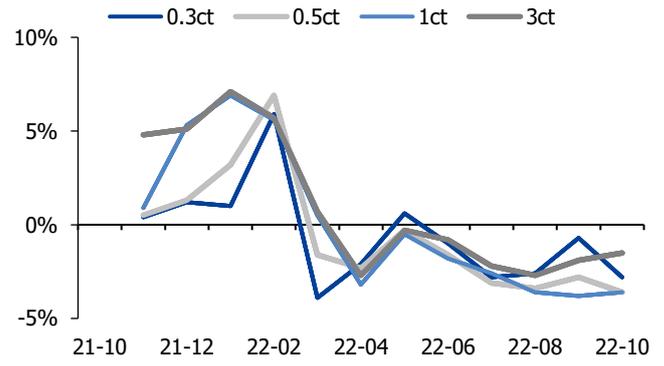
短期政治经济环境不确定性扰乱市场节奏，下游谨慎情绪加剧库存积压。复盘今年以来天然钻石价格走势与市场交易节奏，2022年1-3月期间俄乌战争爆发加剧天然钻石供给压力，天然钻石价格加速周期上行趋势，其中RAPI指数0.3/0.5/1/3ct均于2月创下增幅新高，IDEX产品钻价格于3月达到峰值。4月以来美国加大对俄罗斯钻石巨头Alorsa的出口限制，政治环境不确定性向中下游传导，导致印度切割加工环节订单萎缩与部分工厂停工。Q3淡季需求中全球高通胀与高利率的经济环境持续恶化，终端零售环节对待裸钻的谨慎态度加速天然钻石库存积压与价格回落。IDEX天然钻石价格指数连续7个月环比下滑，1克拉钻石RAPI指数于10月环比下降3.6%，年初至今累计降幅达6.5%。

图表 45: 成品钻价格变化率



资料来源: IDEX, 国盛证券研究所

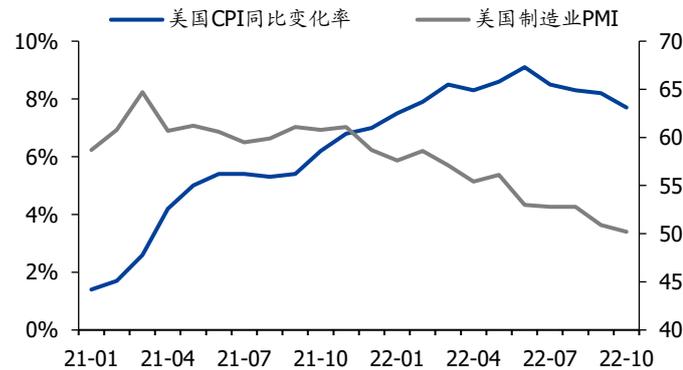
图表 46: 不同规格钻石价格环比



资料来源: Rapaport, 国盛证券研究所

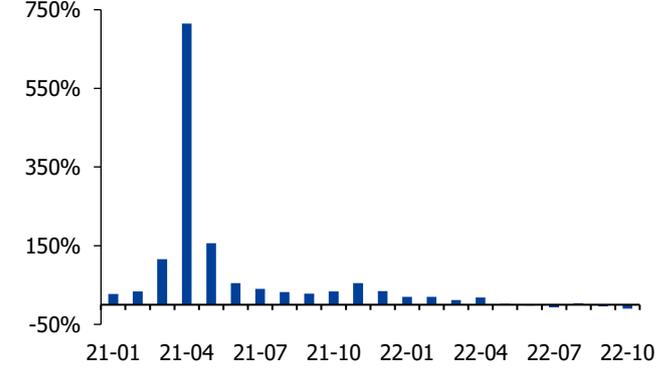
短期经济疲软与通胀制约，消费主力美国珠宝增速承压。美国作为世界第一大钻石消费国，终端消费力深刻影响培育钻石行业走向。2022 年以来美国 CPI 指数持续走高，其中 9 月 CPI 同增 8.2%，加息周期下通胀压力导致的悲观预期与不确定性影响消费者信心，德勤咨询测算 2022 年美国节假日消费期达 5.8 周，较去年同期缩减 0.6 周，而人均消费额约 1455 美元左右，低于去年同期的 1463 美元。高通胀与经济下滑风险下，美国钻石珠宝月度零售额自今年 Q2 以来长期疲软，其中 10 月零售额环比下降 10%。海外需求疲软与订单持续萎缩致印度苏拉特地区被迫将排灯节假期延长至 25 天，叠加我国疫情反复对于进出口物流管制，10 月当月印度培育钻石进口额同降 46.5%至 0.55 亿美元，出口额仅同增 22.2%至 1.79 亿美元。

图表 47: 美国 CPI 同比变化率及制造业 PMI



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 48: 美国钻石珠宝零售额月度变化率



资料来源: Tenoris, Edahn Golan, 国盛证券研究所

排灯节后良性改善，期待下季度中游环节复苏。钻石产业链自上而下环节众多，供需双向传导下毛坯原石价格波动具备强周期属性，全球市场疲软与政治经济环境不确定性显著拖累钻石淡季消费需求，苏拉特地区 11 月排灯节后工厂复工与 Q4 圣诞节及新年等旺季消费催化下有望助力行业库存出清，重归行业供需新平衡点。

- 天然钻石库存变化: 参考 Rapaport 统计, 采取 RapNet 的 180 万+粒天然钻石样本, 10 月份小颗粒天然钻石需求率先消化, 全球 30 分与 50 分成品钻库存清理情况良好, 不同净度颜色等级平均库存环比分别下滑 23.08%/1.83%, 但 1 克拉以上大颗粒钻石仍面临一定库存压力, 平均库存环比上升 7.58%/0.42%, 其中 IF-VVS 净度/I-K 色/1 克拉天然钻石库存环比仍上升 17%。
- 培育钻石库存变化: 参考钻石观察统计, 采取三大主流平台 49.3 万粒样本, 10 月底-11 月 20 日期间培育钻石库存消化情况显著快于天然钻石, 50 分-99 分/1 克拉-1.99 克拉库存平均分别下降 15%/11%, 整体库存平均下降 10%, 其中 SI1-SI3 净度/G-H 色/50-99 分培育钻石库存优化 35%。

图表 49: 天然钻与培育钻库存变化情况

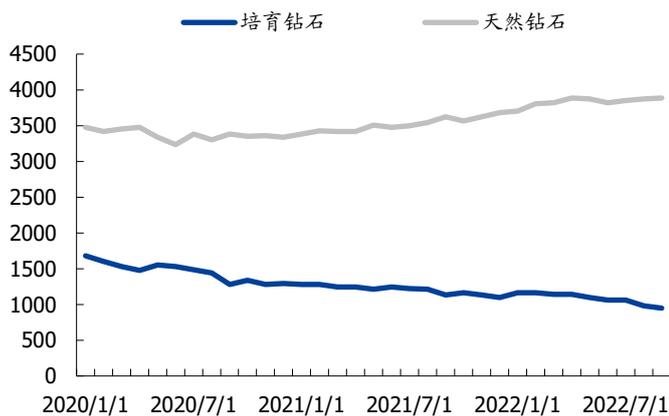
2022年10月份天然钻库存环比变化率												
克拉	0.3ct			0.5ct			1ct			3ct		
	IF-WS	VS	SI	IF-WS	VS	SI	IF-WS	VS	SI	IF-WS	VS	SI
D-F	-18%	-23%	-23%	-5%	-8%	2%	-1%	2%	7%	-5%	4%	9%
G-H	-15%	-25%	-29%	-2%	-1%	2%	11%	6%	10%	-4%	3%	8%
I-K	-11%	-30%	-27%	6%	2%	-3%	17%	16%	7%	1%	-6%	3%
L-M	-13%	-26%	-27%	6%	-2%	-19%	14%	7%	-5%	-11%	-6%	9%

2022年10月底-2022年11月20日培育钻库存变化率															
克拉	0.50-0.99ct			1.00-1.99ct			2.00-2.99ct			3.00-3.99ct			4.00ct以上		
	FL-VVS2	VS1-VS2	SI1-SI3	FL-VVS2	VS1-VS2	SI1-SI3									
D-F	-5%	-10%	-57%	-12%	-13%	-12%	-11%	-6%	-6%	-8%	-4%	-7%	-7%	-4%	4%
G-H	-6%	-8%	-35%	-7%	-11%	-6%	-6%	-9%	-8%	-4%	-7%	-10%	-3%	-5%	-2%
I-J	-5%	-5%	-11%	-6%	-6%	-3%	-7%	-6%	0%	-6%	-7%	-6%	-6%	-7%	-11%

资料来源: 钻石观察, Rapaport, 国盛证券研究所

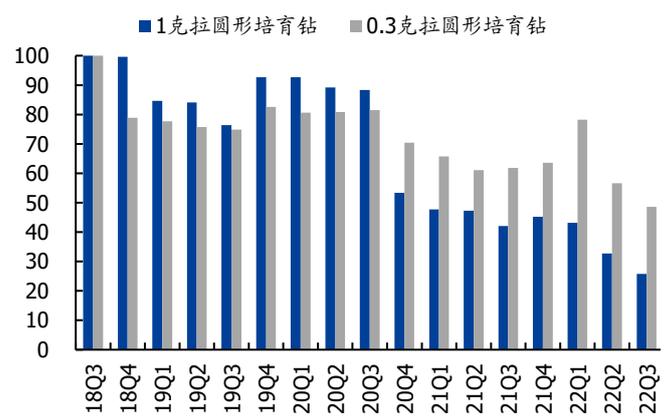
锚定量价最优解, 替代优势逐步凸显。培育钻石制造技术已获得颜色、净度、克拉数、彩钻异形等多方面突破, 当前技术路径中“量”“价”不可兼得, 以销定产模式下制造端生产以价换量, 锚定最优解。参考 Edahn Golan 数据测算, 天然钻石与培育钻石终端零售价差已由 2020 年初的 51% 扩大至 2022 年 9 月的 76%, 2022Q3 期间 1 克拉圆形培育钻价格指数已降至 25.82, 终端对标天然钻石的性价比优势持续凸显, 同等级产品可替代性进一步放大。

图表 50: 天然钻与培育钻价格差 (单位: 美元/克拉)



资料来源: Tenoris.bi, Edahn Golan, 国盛证券研究所

图表 51: 1 克拉/0.3 克拉培育钻价格指数变动 (18Q3=100)



资料来源: Edahn Golan Diamond Research & Data Ltd, 国盛证券研究所

库存出清与优势强化下, 培育钻石有望率先迎来反弹。珠宝贸易环节, 培育裸钻批发价格下行再显强性价比优势, 原料成本优化为珠宝商延展高利润率空间。分合成种类看, LGDEAL-CVD70 分-99 分培育钻石 R-值平均下限接近 92%, 1.5-2 克拉培育钻石 R-值约 96.2%; LGDEAL-HPHT70 分-90 分培育钻石 R-值下限约 93%, 平均批发价格达 285 美元/克拉, 参考戴比尔斯 lightbox 终端零售价 800 美元/克拉, 测算珠宝贸易商毛利率空间超 65%。高利润率吸引终端布局有效助力中游库存积压, 培育钻石价格回落再度凸显其性价比优势, 我们认为 Q4 旺季需求消耗将有效修复行业供需矛盾, 终端零售市场的强力入局有望推动培育钻石在珠宝消费板块中的率先反弹。

图表 52: 培育钻石裸钻批发价格情况 (2022 年 11 月 25 日, 单位: 美元)

克拉	颜色	LGDeal-CVD (下限)		LGDeal-CVD (上限)		净度	LGDeal-HTHP (下限)		LGDeal-HTHP (上限)	
		价格	R-	价格	R-		价格	R-	价格	R-
0.30-0.49	D	77.50	90.0%	294.12	82.0%	IF	89.90	90.0%	375.36	83.0%
	E	67.74	90.5%	272.16	82.0%	VVS1	71.25	90.5%	375.36	83.0%
	F	65.10	90.0%	218.05	82.0%	VVS2	65.55	90.5%	241.50	85.0%
	G	60.00	90.0%	107.50	90.0%	VS1	61.85	90.5%	229.32	82.0%
0.50-0.69	D	180.09	91.0%	384.54	87.0%	IF	364.00	90.0%	682.50	85.0%
	E	130.90	92.3%	467.46	85.7%	VVS1	138.60	92.3%	501.86	87.5%
	F	123.20	92.3%	385.92	88.0%	VVS2	130.90	92.3%	459.68	87.5%
	G	127.05	92.3%	364.56	86.0%	VS1	116.48	93.0%	375.36	88.0%
0.70-0.99	D	500.61	90.5%	1,523.34	87.0%	IF	424.08	90.5%	2,335.91	83.5%
	E	259.70	93.0%	538.72	87.0%	VVS1	258.44	93.5%	12,600.00	92.8%
	F	240.50	93.5%	1,540.80	84.0%	VVS2	230.76	93.8%	11,000.00	92.8%
	G	259.91	93.0%	728.65	87.0%	VS1	227.50	93.5%	1,181.11	87.5%
1-1.49	D	572.00	94.5%	1,884.96	91.5%	IF	382.20	96.5%	4,620.00	85.0%
	E	518.18	94.8%	1,720.07	90.5%	VVS1	382.20	96.5%	17,600.00	92.8%
	F	429.25	95.0%	1,169.72	93.5%	VVS2	382.20	96.2%	15,200.00	92.8%
	G	415.45	95.1%	7,700.00	90.0%	VS1	355.00	95.9%	13,700.00	92.8%
1.50-2	D	1,053.36	97.0%	3,130.76	87.0%	IF	1,428.70	95.0%	15,649.20	91.0%
	E	910.76	96.3%	3,601.44	88.0%	VVS1	934.50	96.2%	34,425.30	93.5%
	F	915.99	96.0%	2,512.40	92.0%	VVS2	684.00	97.0%	51,434.24	88.8%
	G	883.89	95.5%	12,200.00	90.0%	VS1	673.50	96.7%	35,572.50	92.3%

资料来源: Tenoris.bi, Edahn Golan, 国盛证券研究所

供不应求仍是短期主旋律，持续看好行业加速扩容。长期趋势中，培育钻石上游供给放量的同时相应带动下游零售渗透率与消费者认知度的提升，景气度双向传导下行业增长仍有充足动力。我们以上游最大可能扩产速度假设对比终端需求中性谨慎预期，行业供需持续进行动态调整，乐观假设中预期至2025年全球培育钻石最大产能达4264万克拉，占全球钻石生产比重达25.26%，届时终端培育钻石毛坯市场规模有望达350亿元，零售市场规模有望达285亿美元，供不应求仍为行业短期主题之一，持续看好期间培育钻石行业千亿赛道的持续扩容。

图表 53: 培育钻石行业最大供给测算

产量 (万克拉)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
天然钻石	11655	11888	12126	12368	12616	12864	13250	13647
培育钻产量占比	8.88%	11.90%	15.43%	19.81%	25.26%	31.94%	39.71%	46.84%
培育钻石	1135	1605	2212	3055	4264	6036	8727	12024
产能 yoy	57.67%	41.41%	37.82%	38.10%	39.55%	41.56%	44.59%	37.79%
其中: HPHT	480	688	960	1302	1739	2299	3047	3959
新增压机 (台)	1200	1300	1600	1900	2300	2800	3400	3800
压机单产 (万克拉)	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19	0.2	0.22	0.24
新增产能	180	208	272	342	437	560	748	912
产能 yoy	60.00%	43.33%	39.53%	35.63%	33.56%	32.20%	32.54%	29.93%
其中: CVD	655	917	1252	1753	2525	3737	5680	8065
产能 yoy	56%	40%	37%	40%	44%	48%	52%	42%
毛坯培育钻市场 (亿元)	65	104	159	238	350	513	768	1082
毛坯单价 (元/克拉)	570	650	720	780	820	850	880	900
培育钻毛坯需求 (万克拉)	1071	1492	1830	2499	3343	4376	5649	7762
培育钻零售市场 (亿美元)	144	182	209	246	285	325	368	432
培育钻毛坯需求 (万克拉)	1781	2504	3196	4192	5408	6885	8670	11388
供需缺口 (万克拉)	646	899	984	1137	1145	849	-57	-637

资料来源: Frost&Sullivan, 贝恩咨询, 力量钻石募集说明书, 国盛证券研究所美妆团队测算

3.竞争格局：优质龙头韧性增长，多维竞争力渐显

3.1 化妆品：功效时代下，头部国货品牌加速抢滩

国际品牌表现分化下，优质国货品牌积极承接释放的市场空间。国际品牌表现持续分化，部分品牌面临下滑局面，其在中国市场一方面受到疫情对国际供应链的影响，另外一方面头部优质国货品牌通过不断完善产品矩阵和提升品牌形象，积极承接表现欠佳的国际品牌释放的市场空间。整体来看，美国日化企业竞争格局竞争激烈，欧洲及日系企业较为稳健，韩系下滑较为明显。

图表 54：2022 年第三季度主要海外企业营收表现

2022年第三季度主要海外企业营收表现						
公司名称	财报时间	总营收 (亿元)	总营收 yoy	美容个护相关板块营收 (亿元)	美容个护板块营收yoy	板块备注
强生公司	2022Q3	1719	1.9%	274	-0.4%	消费者健康业务
宝洁集团	2023Q1	1490	1.0%	-	4%	个人护肤在内的美容品类
联合利华	2022Q3	1158	17.8%	-	-	-
欧莱雅	2022Q3	678	9.1%	740	12.2%	高档化妆品
汉高	2022Q3	438	17.3%	74	8.4%	化妆品/美容用品业务部
利洁时	2022Q3	318	14.0%	-	-	-
高露洁	2022Q3	311	1.0%	250	0.4%	口腔护理、个人护理和家庭护理业务
雅诗兰黛	2023Q1	274	-11.0%	220	-12.7%	护肤+化妆品
拜尔斯道夫	2022Q3	163	12.3%	-	-	-
资生堂	2022Q3	137	/	-	-	-
科蒂集团	2023Q1	100	1.0%	38	5%	大众美妆产品
花王	2022Q3	89	5.8%	-	-	-
爱茉莉	2022Q3	48	-15.6%	-	-	-
欧舒丹	2022Q3	36	24.9%	-	-	-
露华浓	2022Q3	33	10.0%	-	-	-

资料来源：公司财报，美妆头条，国盛证券研究所 注：按照 12 月 8 日汇率转换为人民币，2022Q3 及 2023Q1 财报对应自然年时间均为 2022 年 7-9 月

从产品概念来看，功效赛道仍保持较高热度。在今年整体消费环境较为低迷、一级投融资市场较冷的情况下，功效性护肤赛道仍保持较高热度，新品牌持续入局。根据烯牛数据统计，2022 年美妆个护融资项目中约 1/4 为功能性护肤品牌。由于渗透率较低、人口基数大，中国功能性护肤市场仍处于高速发展时期，随着未来赛道竞争逐步进入更高阶层面，品牌在满足消费者所需功效的基础上，更需提供设计、气味、肤感、品牌文化和理念等多个因素等在内的综合性的用户体验，以获得差异化且持久的品牌力。

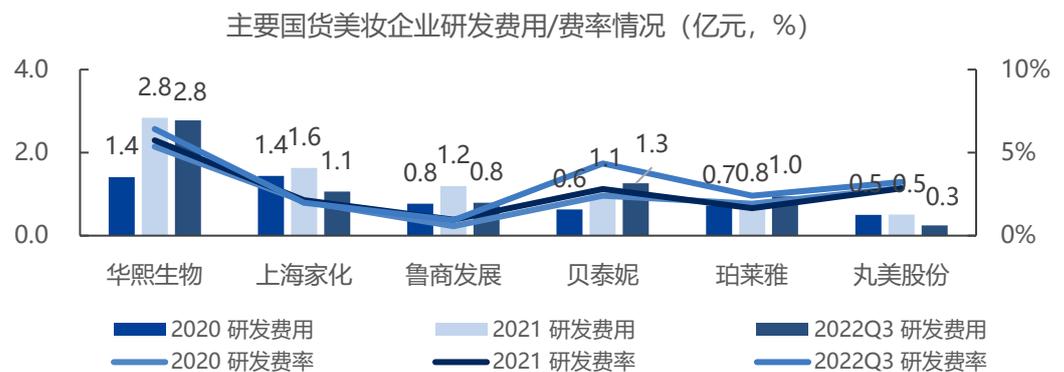
图表 55: 2022 年美妆个护赛道主要融资项目

公司名称	简介	融资时间	公司名称	简介	融资时间
缙嘉国际	美妆个护品牌 (且初、艾蓓拉等)	2022/5/19	潮华	创新合成生物科技护肤品牌	2022/10/8
言执	男士彩妆品牌	2022/5/18	DOCUMENTS 闻献	香水香氛品牌	2022/9/9
可氏利夫	头发护理品牌	2022/5/5	立七雪	大牌小样产品批发供应商	2022/8/22
双飞人	防蚊消暑保健品及化妆品提供商	2022/4/20	禾零医药	皮肤学级护肤品牌	2022/8/19
HEPROA 海璞诺	皮肤学级护肤品牌	2022/4/11	啱儿润	母婴功效护肤品牌	2022/8/18
Mistine	新生代国民美妆品牌	2022/3/25	sofea 霞飞	化妆品生产销售商	2022/8/2
melt season	高端生活方式香氛品牌	2022/3/22	厘舍	连锁 SPA 品牌	2022/8/1
国免 GDFS	高端美妆零售品牌	2022/3/18	蔓珠	洗护产品生产商	2022/7/11
艾妍集团	护肤及美妆产品生产销售商	2022/3/14	MAYKERR	婴童精致洗护高端品牌	2022/7/4
SEVENCHIC 香氛笔	新晋香氛品牌	2022/2/15	天露芬	精华油品牌	2022/6/30
HARMAY	美妆新零售品牌	2022/1/20	集小美	美妆大众评测平台	2022/6/28
C 咖	功效性护肤品品牌	2022/1/19	亨瑞生物	医美产业链解决方案提供商	2022/6/17
Daslan 黛斯蓝	抗衰老化妆品品牌	2022/1/14	方里 FUNNY ELVES	底妆产品研发商	2022/6/14
蓝系	国潮男士个护品牌	2022/1/10	YOUNGMAY 样美	专研科技护肤品牌	2022/5/26
WOW COLOUR	美妆集合店品牌	2022/1/10	NORVEY	国风系美瞳品牌	2022/5/24
芭薇股份	化妆品代工生产商	2022/1/5	郁美净	化妆品生产商	2022/5/19

资料来源: 犀牛数据, 增长黑盒, 国盛证券研究所注: 表格中为不完全统计, 标红为功能性护肤品牌。

头部国货美妆企业持续加大研发投入, 支撑中长期稳健发展。2022 年前三季度, 华熙生物/上海家化/贝泰妮/珀莱雅研发费用分别增至 2.8/1.1/1.3/1.0 亿元, 持续加大上游研发端布局。珀莱雅携手巴斯夫共同研发独家专供成分, 参与合成生物创新智造企业中科欣扬 B 轮融资, 与浙江湃肽生物有限公司签订战略合作协议; 贝泰妮牵头建设云南特色植物提取实验室, 布局合成生物; 华熙生物维持高研发投入, 在合成生物学研发平台支持下, 2022 年上半年进行原料及合成生物研发项目 104 项, 多种生物活性物完成工艺验证。

图表 56: 主要国货美妆企业研发费用/费率情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所注: 按照 2021 年研发费用金额排序

积极引入研发人才, 系统性升级科研团队配置。科研人员为科技创新的核心力量, 国内企业近几年通过引进外来人才、搭建产学研合作, 加速扩增研发团队。国内头部企业的研发人员基本都在 200 人以上, 占员工总数的 5-10% 左右。此外, 头部企业吸纳一些有国际大公司背景的资深研发人员, 或邀请生物医药等领域的技术大咖加入研发团队, 并设立“首席科学家”等职位来强调科技实力。外部积极拓展与高校、科研机构的产学研合作, 如华熙生物、贝泰妮、珀莱雅、上海家化、上美集团等知名企业都至少与两家以上的高校或科研院所合作。

图表 57: 国内头部化妆品企业研发团队配置情况

公司	首席科学家	首席科学家背景	研发人数	占员工总数
珀莱雅	魏晓岚	毕业于北京大学化学与分子工程学院，2018年任科蒂集团亚太区研发副总裁，先后在全球知名学术期刊发表论文10余篇，专利研究20余项，2022年加入珀莱雅。	159	5.6%
贝泰妮	何黎	昆明医科大学第一附属医院、云南省皮肤病医院执行院长，全国痤疮研究中心首席专家。	236	9.9%
华熙生物	郭学平	山东大学研究生导师，国家科技进步二等奖，吴阶平-保罗·杨森医药研究奖得主，享受国务院政府特殊津贴，2000年加入华熙生物。	571	17.8%
巨子生物	范代娣	西北大学生物医药研究院院长，从事类人胶原蛋白系列衍生物及其下游产品的开发，被誉为“类人胶原蛋白”之母，2000年成立巨子生物。	124	14.8%
丸美	熊盛	暨南大学教授、基因工程药物国家工程研究中心首席研究员。	97	8.1%
水羊股份	陈坚	中国工程院院士、发酵与轻工生物技术专家、江南大学前校长，2022年加入水羊股份。	225	7.6%
上美集团	黄虎（全球首席科学家）	前宝洁首席科学家，宝洁殿堂级科学家，2021年加入上美集团。	204	6.0%
	内川惠一（中国首席科学家）	前资生堂首席研究员，从业超35年，2021年加入上美集团。		
环亚集团	潘志（全球首席科学家）	美国康奈尔大学威尔医学院博士后，前欧莱雅北美研发中心首席科学家，2022年11月加入环亚集团。	-	-
伽蓝集团	陈明华	宝洁集团亚太区研发总部高级科学家，2012年加入伽蓝集团。	-	-
宜格集团	李慧良	前上海家化研发总监，曾任华熙生物首席技术官、副总经理，从事化妆品研发工作超30年，2022年加入宜格集团。	-	-

资料来源：公司公告，聚美丽，国盛证券研究所注：巨子生物数据截至2022年5月，上美集团数据截至2022年6月，其余为截至2021年末

从化妆品头部品牌销售额榜单来看，国货品牌呈现结构性上升趋势。根据魔镜市场情报数据统计，2020年至2022年1-11月，淘系销售额TOP50榜单中，国货品牌上榜数目分别为13/14/13个，合计市场份额占比分别为8.0%/8.6%/9.7%，逐年增加，TOP30榜单中，国货品牌上榜数目分别为8/8/5个，合计市场份额占比分别为6.0%/6.3%/6.4%，销售份额向头部集中。京东平台销售额TOP50榜单国货品牌上榜数目分别为11/11/10个，合计市场份额占比分别为9.9%/10.2%/9.1%。

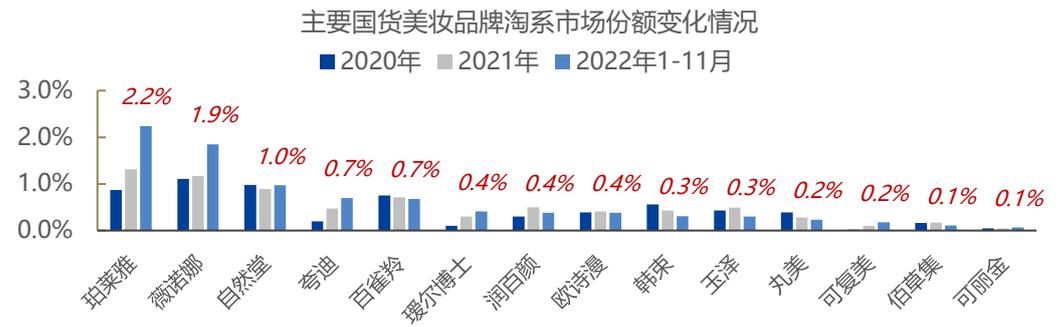
图表 58: 化妆品淘系销售额 TOP30 品牌榜单

化妆品淘系销售额TOP30品牌榜单											
2020年				2021年				2022年1-11月			
品牌	销售额	市场份额	销售额yoy	品牌	销售额	市场份额	销售额yoy	品牌	销售额	市场份额	销售额yoy
兰蔻	54.7	2.6%	95.1%	兰蔻	61.3	2.6%	12.2%	欧莱雅	67.7	3.4%	-4.3%
sk-ii	38.2	1.8%	63.8%	欧莱雅	45.7	2.0%	-22.4%	雅诗兰黛	57.6	2.9%	-9.1%
后	35.3	1.7%	87.8%	雅诗兰黛	45.3	1.9%	-22.4%	兰蔻	56.8	2.9%	-2.7%
雅诗兰黛	35.1	1.6%	18.6%	sk-ii	40.7	1.8%	6.5%	珀莱雅	43.9	2.2%	56.8%
欧莱雅	34.1	1.6%	-14.3%	资生堂	39.3	1.7%	39.0%	玉兰油	42.3	2.2%	60.7%
资生堂	28.3	1.3%	72.8%	海蓝之谜	34.1	1.5%	38.2%	薇诺娜	36.3	1.9%	39.7%
玉兰油	28.3	1.3%	-1.3%	后	33.7	1.5%	-4.5%	海蓝之谜	32.8	1.7%	4.0%
海蓝之谜	24.7	1.2%	103.1%	科颜氏	33.3	1.4%	47.6%	sk-ii	32.8	1.7%	-14.1%
薇诺娜	23.9	1.1%	55.1%	珀莱雅	30.6	1.3%	64.7%	资生堂	29.6	1.5%	-21.3%
科颜氏	22.6	1.1%	94.0%	玉兰油	28.1	1.2%	-0.7%	科颜氏	26.6	1.4%	-15.2%
自然堂	21.1	1.0%	25.2%	薇诺娜	27.4	1.2%	14.5%	修丽可	22.1	1.1%	7.9%
珀莱雅	18.5	0.9%	35.8%	赫莲娜	23.6	1.0%	68.2%	娇韵诗	22.0	1.1%	10.6%
美丽芳丝	18.3	0.9%	67.8%	美丽芳丝	21.1	0.9%	15.3%	赫莲娜	21.2	1.1%	-5.3%
雪花秀	18.0	0.8%	100.0%	修丽可	21.0	0.9%	63.6%	自然堂	19.0	1.0%	-1.4%
homefacialpro	16.3	0.8%	23.3%	娇韵诗	21.0	0.9%	45.8%	美丽芳丝	17.3	0.9%	-14.3%
百雀羚	16.1	0.8%	-10.9%	自然堂	20.7	0.9%	-2.1%	理肤泉	15.6	0.8%	3.6%
爱和纯	15.3	0.7%	34.7%	雪花秀	19.8	0.9%	9.8%	娇兰	15.5	0.8%	27.1%
娇韵诗	14.4	0.7%	71.0%	黛珂	17.0	0.7%	29.7%	后	14.7	0.8%	-54.6%
赫莲娜	14.0	0.7%	143.1%	珂润	17.0	0.7%	33.6%	珂润	14.7	0.8%	-7.7%
黛珂	13.1	0.6%	41.1%	同仁堂	16.9	0.7%	743.5%	黛珂	13.9	0.7%	-15.1%
雅顿	13.1	0.6%	65.7%	百雀羚	16.6	0.7%	3.0%	夸迪	13.7	0.7%	32.6%
半亩花田	12.9	0.6%	23.9%	爱和纯	15.6	0.7%	1.6%	百雀羚	13.3	0.7%	-12.6%
修丽可	12.9	0.6%	49.6%	理肤泉	15.5	0.7%	60.4%	肌肤之钥	12.0	0.6%	4.6%
wis	12.8	0.6%	-27.2%	雅顿	13.5	0.6%	3.1%	rsas	11.7	0.6%	225.9%
珂润	12.7	0.6%	56.5%	娇兰	12.7	0.5%	0.8%	雅顿	10.9	0.6%	-14.2%
娇兰	12.6	0.6%	73.8%	蒂佳婷	12.4	0.5%	11.0%	爱和纯	10.8	0.6%	-25.3%
一叶子	12.2	0.6%	61.0%	肌肤之钥	11.9	0.5%	24.8%	希思黎	10.8	0.6%	5.6%
韩束	11.9	0.6%	59.7%	润百颜	11.7	0.5%	86.6%	雪花秀	10.8	0.6%	-42.8%
御泥坊	11.7	0.6%	61.3%	玉泽	11.3	0.5%	23.6%	馥蕾诗	9.7	0.5%	3.0%
蒂佳婷	11.2	0.6%	73.5%	夸迪	10.9	0.5%	204.8%	mistine	9.5	0.5%	61.9%

资料来源: 魔镜市场数据, 国盛证券研究所整理, 标红为国货品牌, 销售额单位为亿元

头部品牌稳步打造明星产品矩阵, 市场份额表现亮眼。分品牌来看, 珀莱雅、薇诺娜、夸迪、瑗尔博士等增长亮眼, 自然堂、百雀羚等份额保持稳定。其中, 珀莱雅大单品策略深化布局取得亮眼成果, 推动销量与客单价双向提升, 经典精华品类维精华维持高增, 早 C 晚 A 套组贡献显著, 双抗/红宝石系列明星单品表现强势, 多款产品销售破亿; 薇诺娜明星单品特护霜专注敏感肌人群定位, 冻干面膜/防晒乳/特护精华等陆续接力; 夸迪以次抛为核心打造鲜明的产品形象, 多款次抛覆盖保湿美白抗老等全赛道, 带动新品类动能支撑霜与熬夜面膜销量增长, 辐射能力初显; 瑗尔博士成功树立微生态护肤品牌心智, 益生菌/反重力醇粹系列销售高增, 可复美以重组胶原蛋白为核心, 销售额增长迅速。彩妆品牌中彩棠/恋火逆势高增, 在 2022 年彩妆大盘总体承压的情况下逆势增长, 根据魔镜数据统计, 1-11 月淘系累计销售额增速分别达到 36%/316%。

图表 59: 主要国货美妆品牌淘系市场份额变化情况



资料来源: 魔镜市场数据, 国盛证券研究所注: 市场份额为淘系美容护肤类目销售额占比

大促期间天猫美妆头部集中度持续提升, 国货排名有所突破。大促对于化妆品消费的虹吸效应较为显著, 成为海内外品牌重点布局节点。2022 年大促国货品牌总体表现良好, 头部品牌如珀莱雅、夸迪在销售额及排名方面取得亮眼突破。根据魔镜数据, 护肤品类中, 2022 年 618 大促期间, 淘系平台 CR5 约为 22% (同比+3pcts), CR10 约为 33% (同比+5pcts), CR20 约为 46% (同比+5pcts); TOP20 榜单中国货品牌有 4 位, 珀莱雅/薇诺娜/夸迪/自然堂分列第 5/7/13/18 名; 双 11 大促期间, 天猫平台 CR5 约为 26% (同比+2pcts), CR10 约为 39% (同比+3pcts), CR20 约为 55% (同比+4pcts), TOP20 榜单中国货品牌有 4 位, 珀莱雅/薇诺娜/夸迪/自然堂分列第 5/6/16/19 名。

图表 60: 2021 及 2022 年双十一大促天猫美妆 TOP 品牌榜单对比

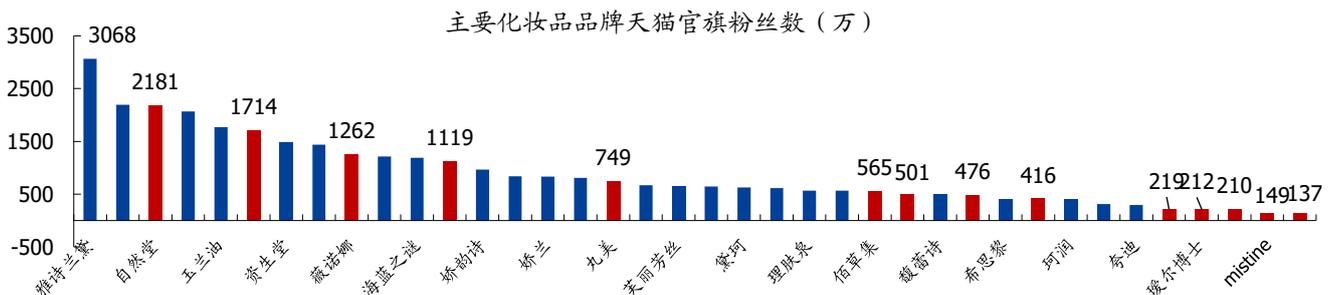
2021年	排名	品牌	排名	品牌	2022年	排名	品牌	排名变动	排名	品牌	排名变动
	1	雅诗兰黛	11	科颜氏		1	欧莱雅	▲1	11	修丽可	▲6
	2	欧莱雅	12	雅萌		2	雅诗兰黛	▼1	12	科颜氏	▼1
	3	兰蔻	13	珀莱雅		3	兰蔻	-	13	娇兰	▲1
国货:薇诺娜/珀莱雅分列第6/13	4	后	14	娇兰	国货:珀莱雅/薇诺娜/夸迪/自然堂分列第5/6/16/19	4	玉兰油	▲3	14	雅萌	▼2
	5	资生堂	15	雪花秀		5	珀莱雅	▲8	15	肌肤之钥	▲1
	6	薇诺娜	16	肌肤之钥		6	薇诺娜	-	16	夸迪	新进
	7	玉兰油	17	修丽可		7	海蓝之谜	▲2	17	娇韵诗	▲1
	8	SK-II	18	娇韵诗		8	SK-II	-	18	希思黎	▲2
	9	海蓝之谜	19	黛珂		9	赫莲娜	▲1	19	自然堂	新进
	10	赫莲娜	20	希思黎		10	资生堂	▼5	20	黛珂	▼1

资料来源: 天猫, 国盛证券研究所

在渠道端, 随着流量入口分散化, 美妆品牌运营中心逐步从“全网营销+天猫成交”转变为“碎片化精细运营+多点布局”的闭环链路。

- 短期内, 以天猫为代表的综合电商仍为销售主阵地, 更为考验品牌的产品矩阵升级焕新及会员拉新和深度运营能力。天猫官旗粉丝数量可作为品牌会员资产沉淀的观测指标, 主要护肤品牌中, 雅诗兰黛/兰蔻/欧莱雅官旗粉丝数较高分别为 3068 万/2193 万/2066 万, 国货品牌中, 自然堂/珀莱雅/薇诺娜官旗粉丝数较高分别为 2181 万/1714 万/1262 万。

图表 61: 主要化妆品品牌天猫官旗粉丝数 (万)



资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所注: 统计时间截至 2022 年 12 月, 标红为国货品牌

- 长期来看，综合电商用户增长放缓及直播电商等渠道分流效应将持续存在，考验品牌的多渠道布局能力。直播电商维持高增，其中店铺自播具有高利润率、对营销及运营等综合能力要求高、长期增长稳健的特征，能率先跑通自播模型的品牌商会更有竞争力。未来伴随着大量海内外品牌入驻，如何在激烈竞争中布局多账号矩阵、打造鲜明的产品卖点与内容输出，建立从引流到转化的高效链路成为对品牌商家运营能力的新挑战。

图表 62: 主要国货品牌抖音账号布局情况

主要国货品牌抖音账号布局情况								
品牌	账号名称	粉丝数	品牌	账号名称	粉丝数	品牌	账号名称	粉丝数
薇诺娜	薇诺娜官方旗舰店	203.9w	珀莱雅	珀莱雅官方旗舰店	522w	彩棠	彩棠官方旗舰店	62.2w
	薇诺娜旗舰店	14.4w		珀莱雅旗舰店	100.3w		彩棠美妆旗舰店	6.5w
	薇诺娜宝贝母婴旗舰店	10.1w		珀莱雅·时光秘密	36.0w	恋火	Passional Lover官方旗舰店	25.1w
润百颜官方旗舰店	76.0w	珀莱雅品牌直播		51.7w	玉泽		玉泽Dr.Yu官方旗舰店	55.3w
润百颜官方旗舰店授权号	2.3w	珀莱雅官方福利社		23.3w		玉泽Dr.Yu护肤官方旗舰店授权号	3.1w	
润百颜护肤旗舰店	9.8w	珀莱雅·至上青春		3.4w		佰草集	佰草集Herborist	33.3w
润百颜美妆旗舰店	3.2w	珀莱雅PROYA		8.6w	佰草集SPA护肤旗舰店		9237	
		丸美护肤旗舰店		52.9w	佰草集延禧宫正传		19.5w	
夸迪	夸迪旗舰店	12.8w		丸美MARUBI旗舰店	8.7w		瓊尔博士品牌旗舰店	30.1w
	夸迪官方旗舰店	29.4w		丸美官方旗舰店	75.3w		瓊尔博士旗舰店	25.1w
	夸迪品牌店	1.2w	Marubi丸美护肤专卖店	37.7w	Dr.Alva瓊尔博士旗舰店	3.5w		
	夸迪护肤旗舰店	4.9w	丸美眼霜官方店	19.6w	瓊尔博士官方旗舰店	10.2w		
肌活	肌活Bio-MESO官方旗舰店	26.3w	御泥坊	御泥坊官方旗舰店	154.2w	瓊尔博士	瓊尔博士旗舰店好物分享	7711
	Bio-MESO官方旗舰店	35.8w		御泥坊旗舰店	10.3w		瓊尔博士旗舰店好物推荐	1993
	Bio-MESO肌活授权店	8.8w		御泥坊面膜专享店	1.3w		颐莲	颐莲官方旗舰店
米蓓尔	米蓓尔护肤旗舰店	14.3w		大水滴	大水滴	7151		颐莲护肤颜究社
	米蓓尔官方旗舰店	30.7w	大水滴官方旗舰店		13.5w	颐莲护肤官方旗舰店直播间		3.0w

资料来源: 抖音, 国盛证券研究所注: 统计数据截至2022年12月

3.2 医美格局: 行业洗牌推动集中度持续提升

3.2.1 下游格局: 严监管与疫情加速机构出清, 集中度被动提升

严监管推动终端行业洗牌, 非合规机构加速出清。从竞争格局出发, 严监管仍为医美行业发展主题之一, 自1月以来监管层陆续针对针剂产品、机构经营、广告宣传等环节全方面强化管理政策。国家药监局自3月以来多次明确公告医疗器械产品监管类别, 将“水光”等注射用透明质酸钠溶液纳入III类器械监管, 调整射频设备与面部埋线为III类器械监管, 要求按照不同用途、原理对医用透明质酸钠分别管理。中整协陆续颁布《2022年医疗美容机构规范运营指南》、《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》、《加强医美信息透明化, 建数字化医美生态》等文件, 致力于建设行业统一标准, 促进集中化、生态化、透明化发展。国家市场监督管理总局与卫健委数次开展民生领域案件查办的“铁拳”行为与虚假宣传及价格违法等整治活动, 在监管端以不断趋严的力度整治不良风气, 推动行业健康有序发展。

图表 63: 2022 年以来医美行业严监管政策梳理

时间	相关事件/政策	发布单位	主要内容
1月18日	《2022年医疗美容机构规范运营指南》	中整协	医美机构不良事件汇总分析、医美机构规范运营管理建议等。
1月30日	《中国医疗美容标准体系建设“十四五”规划》(草案)	中整协	从行业管理标准、技术标准、教育培训标准、基础标准等方面为医美行业标准体系建立作出规划,促进行业集中化、生态化、透明化和标准化发展。
3月1日	《上海市未成年人保护条例》	上海市人民代表大会	新增规定“未经未成年人父母或者其他监护人同意,不得向未成年人提供医疗美容服务”,“医美低龄化”从制度层面受到限制。
3月12日	发布《浙江省医疗美容技术指引》	浙整协、中西医结合学会等	针对“黑机构”、“黑医生”、“黑药械”等医美乱象,为全国医美领域首个省级层面的技术规范。
3月24日	修订《禁止委托生产医疗器械目录》	国家药监局	调整有源植入器械、无源植入器械以及其他同种异体植入性医疗器械和直接取材于动物组织的植入性医疗器械三种类别。
3月28日	调整《医疗器械分类目录》	国家药监局	“水光针”等注射用透明质酸钠溶液正式获监管认可纳入 III 类器械监管;射频治疗设备及面部埋植线等产品调整为 III 类器械监管。
4月7日	修订《医疗机构管理条例》	国务院	规定诊所执业登记全面实行备案制度;对医疗机构违规执行大幅提高处罚力度,实行宽严相济管理措施;保护患者知情权和生命权。
4月14日	召开“2022 民生领域案件查办‘铁拳’行动”专题新闻发布会	国家市场监督管理总局	将查处医疗美容领域虚假宣传行为列入 2022 年民生领域案件查办“铁拳”行动重点,针对目前医美行业存在的突出问题重点查处九类违法行为。
4月26日	法规禁止社交媒体发布“药妆”“医学护肤品”的种草笔记	广东省药监局事务中心	化妆品属“妆字号”,不能宣称治疗效果;医用敷料及“械字号面膜”属“械字号”,不能宣称有美容、保健类效果,产品本身不允许出现面膜字样。
6月6日	《2022 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》	国家卫健委、公安部、等九部门	要持续推进医药购销领域和医疗服务中不正之风综合治理,深入开展医疗领域乱象治理,严肃查处医疗机构工作人员利用职务、身份之便直播带货。
6月10日	《2022 年国家随机监督抽查计划》	国家卫生健康委办公厅	巩固打击非法医疗美容服务和非法应用人类辅助生殖技术违法违规为专项整治工作成效,加大对开展医疗美容等医疗机构抽查力度
8月12日	《加强医美信息透明化,建数字化医美生态》	中整协互联网医美分会	倡导全行业加强医美信息透明化,通过数字化建设,让更多消费者能够享受到好医生、好机构、好产品、好服务。
9月30日	《湖南省医疗美容项目分级管理目录》	湖南省卫生健康委	美容外科增加激光和其他光(电磁波)治疗、注射、填充、冷冻等项目;对部分项目的分级进行了调整
10月13日	《医疗美容行业虚假宣传和价格违法行为治理工作指引》	市场监管总局	发布 8 项防范医疗美容行业虚假宣传行为规范以及 6 项价格违法行为规范的工作指引
11月14日	《关于医用透明质酸钠产品管理类别的公告》	国家药监局	根据不同预期用途、工作原理、对医用透明质酸钠产品进行分别管理
11月24日	《医疗美容相关医疗器械生产、经营、使用环节常见违法违规与检查要点》	国家药监局	加强医疗美容相关医疗器械经营环节质量安全监管及监督检查

资料来源: 政府官网、国盛证券研究所

疫情反复加剧经营难度,强竞争下竞争格局被动提升。求美需求与颜值经济增长迸发终端机构成长机遇,但 2022 年以来全国多地疫情反复与封控管理下终端客流明显萎缩,需求受限加剧机构经营难度,部分中小机构出清导致终端竞争格局被动提升。但长期升级需求与疫后机遇仍存,率先构建品牌口碑与规模优势的成熟机构更易脱颖而出,其中已具备一定体量且纳入上市公司的主要分为两大类: 1) 深度聚焦医美下游、以提供美容服务为核心主业的医美国际、华韩整形、瑞丽医美等上市主体,其中美莱、艺星等老牌医美连锁品牌已具备 20 年经营史,门店网络覆盖全国多城,经营机构数量保持领先。2) 跨界收购,实现多元化经营的医美巨头,其中朗姿股份、华邦健康等公司发展后来居上,6 年间已分别建成 29/30+ 医美机构,门店数量领先同业。从区域覆盖度看,医美机构扩张仍受医师、管理、服务等弱可复制性因素限制,龙头机构分布仍具备较强区域性,华韩整形重点发力江苏及华东市场,朗姿股份机构分布更集中于西南川渝地区。

图表 64: 国内主要医美机构门店布局

类型	公司	成立/布局时间	机构数(家)	门店分布
业务拓展	朗姿股份(服饰+医美)	2016	29	成都、重庆、西安、长沙、宝鸡、深圳、咸阳 7 城
	华邦健康(医药+医美)	2016	30+	重庆, 成都, 兰州, 福州, 武汉, 沈阳, 苏州, 南昌等
	奥园美谷(化纤+医美)	2021	4	杭州、广州
业务聚焦	医美国际	1997	15	深圳、上海、杭州、广州等
	华韩股份	2010	15	青岛、长沙、南京、北京、扬州、常州、苏州、无锡、南通、泰州等
	瑞丽医美	2008	4	杭州、瑞安、芜湖
非上市机构	美莱医疗美容整形医院	1999	36	北京、上海、广州、深圳、成都、长沙等 29 城
	艺星医疗整形美容医院	1992	24	北京、上海、深圳、杭州、合肥等 19 城

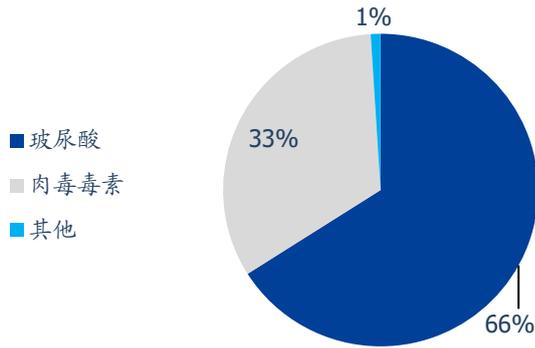
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2.2 上游格局：新品类打开成长空间，头部集聚效应延续

新材料带动新品类扩充，单一赛道竞争压力有所分化。从上游格局看，新材料与新品类的涌现突破传统针剂注射格局的份额划分，单一赛道竞争压力有所分化。据艾尔建美学与德勤联合发布的报告，2021年玻尿酸与肉毒凭借多年市场教育与丰富产品矩阵仍为轻医美领域最成熟的品类，项目疗程类占比分别达66%和33%，项目消费占比分别达43%和53%。2021年以PLLA、PCL等再生针剂为代表的新材料获批上市，可实现部分大分子玻尿酸填充替代，有效丰富上游针剂竞争格局，当年疗程次数占比虽为1%，消费金额仅4%，但有望在高端填充抗衰领域迎来高速增长。

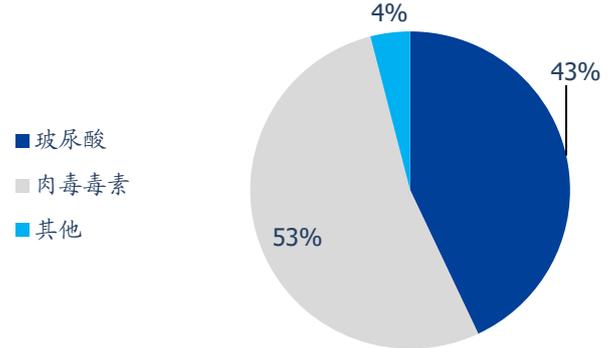
从细分品类的竞争格局看，头部产品竞争力依旧强劲：

图表 65：2021 年我国注射类项目疗程占比（次数占比）



资料来源：艾尔建美学、德勤、国盛证券研究所

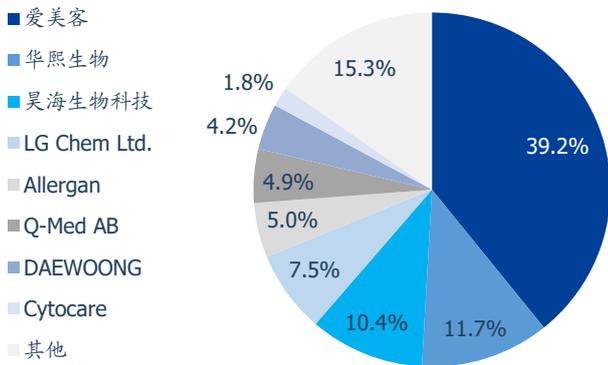
图表 66：2021 年注射类项目消费结构（金额占比）



资料来源：艾尔建美学、德勤、国盛证券研究所

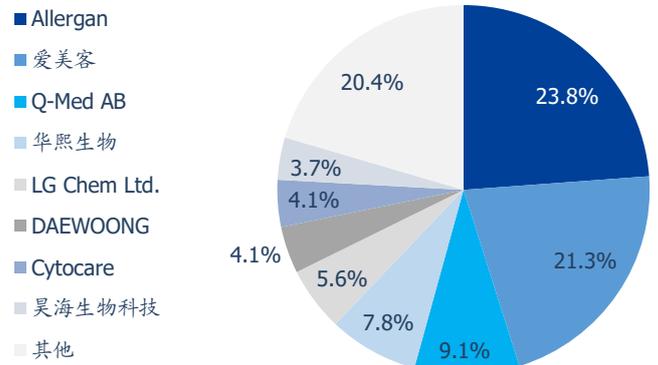
➤ **玻尿酸：研发与牌照优势支撑下，逐步走向国产替代。**基于透明质酸的皮肤填充剂产品已在我国历经了长期市场教育与合规化进程，随着国产研发实力的加强，爱美客、华熙生物、昊海生科等龙头厂商不断研发更贴合国内需求的高性价比产品，曾长期为进口制造商所垄断的玻尿酸格局逐步为国产透明质酸制造商所替代。据爱美客港股招股书数据显示，2021年按销量计透明质酸前三大生产商分别为爱美客（39.2%）、华熙生物（11.7%）、昊海生科（10.4%），CR3 合计市占率同增 13.5pcts 达 61.3%，按销售额计国产龙头玻尿酸合计市占率同增 6.6pcts 至 32.8%，国产替代趋势显著加快。

图表 67：2021 年国内玻尿酸填充剂市场份额（按销量计）



资料来源：爱美客招股说明书、国盛证券研究所

图表 68：2021 年国内玻尿酸填充剂市场份额（按销售额计）



资料来源：爱美客招股说明书、国盛证券研究所

爱美客以产品+渠道共建优质口碑，市占率进一步提升。玻尿酸龙头爱美客产品矩阵丰富，针对保湿、抗衰、填充、塑形等多领域精准设立大中小分子玻尿酸品类，多线产品共同发力下，爱美客按销售量计市占率由 2020 年的 27.2% 提升至 2021 年的 39.2%，

位居我国玻尿酸销量第一，按销售额计市占率由 2020 年的 17.3%提升至 2021 年的 21.3%，销售额排名上升至第二位。主打产品嗨体系列收入占比达 70%+，优势品类疫后复苏强劲，据新氧平台 APP 数据跟踪，嗨体系列售后评价热度环比平均回升 5.93%，以性价比与填充优势精准定位眼周市场的熊猫针与医疗器械目录调整后合规资质稀缺的态活泡泡针有望接力嗨体颈纹产品高增速，成为玻尿酸品类又一大单品。

图表 69: 新氧平台医美终端产品 11 月销售情况跟踪

2022 年 11 月		基本信息		用户体验		热度评价		
上市公司	核心产品	效果持续	参考价 (元)	效果分	安全分	无痛占比	热度分	评价数
爱美客	嗨体熊猫针	3-4 个月	3980	4.7	4.6	58%	8.0	3439
	嗨体 1.5ml	3-4 个月	2750	4.6	4.8	59%	7.8	8846
	嗨体 2.5ml	9 个月	1500	4.7	4.8	64%	8.0	5392
	濡白天使针	2 年	12800	4.9	4.2	63%	7.8	139
	宝尼达	8-10 年	16800	4.8	4.2	44%	8.0	103
	逸美一加一大红	10-12 个月	5980	4.9	4.3	75%	8.2	44
	爱茉莉&爱美飞	6 个月	1980	4.7	4.3	73%	7.7	5738
	态活泡泡针	1 个月	3980	4.7	4.4	51%	7.8	255
华熙生物	润百颜白紫	6 个月	1150	4.7	4.4	64%	8.2	7275
	润百颜黑金	9 个月	1640	4.6	4.3	64%	7.6	4006
	润致娃娃针	3-6 个月	4980	4.6	4.8	79%	7.6	435
	润致双子针	8-12 个月	2980	4.8	4.3	71%	7.4	362
	丝丽 516	2 年左右	750	4.7	4.7	67%	8.0	1802
	丝丽 532	1-3 个月	7500	4.7	4.5	63%	8.0	599
	润百颜水光	1-3 个月	880	4.7	4.6	70%	8.3	1598
昊海生科	海薇	9 个月	900	4.7	4.3	67%	7.8	7557
	海薇 M+	12 个月	1739	4.6	4.1	58%	7.7	3042
	姣兰	10-12 个月	3500	4.6	4.4	46%	8.0	1426
	海魅	2 年左右	8800	4.8	4.3	60%	7.8	205
华东医药	少女针/伊妍仕	12 个月	18800	4.9	4.0	50%	8.1	252
四环医药	乐提葆	6-9 个月	3000	4.8	4.4	88%	7.3	108

资料来源: 新氧、国盛证券研究所

国产替代道阻且长，产品力与品牌力提升持续可期。国产玻尿酸在 2B2C 模式中积极把握产品与渠道的结合，强研发实力支撑品牌力的持续提升。在新氧平台 11 月绿宝石榜单中国货产品已占据半壁江山，其中爱美客嗨体 1.5ml 与熊猫针名列注射美容榜单第 9/10 名，嗨体 2.5ml 与泡泡针位列美苏疗法榜单第 7/10 名；华熙生物玻尿酸占据美塑疗法榜单 3 个席位与注射美容榜单 1 个席位。但当前两大榜单的头部品牌仍为高德美、艾尔建、韩国 LG 等产品所垄断，国产玻尿酸替代路径道阻且长，仍有广阔发展空间。

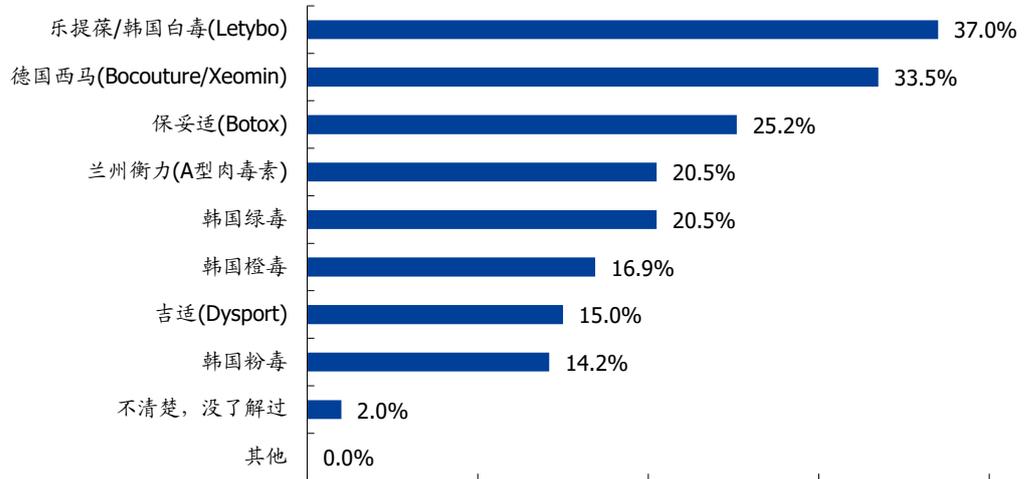
图表 70: 新氧 11 月绿宝石榜单

注射美容类						美塑疗法					
TOP10	效果分	安全分	舒适分	综合分	所属公司	TOP10	效果分	安全分	舒适分	综合分	所属公司
乔雅登极致	96	94	93	94	艾尔建	菲欧曼复合水光	94	92	92	93	珈溪(北京)
乔雅登雅致	95	94	93	94	艾尔建	伊肤泉套组	92	93	91	92	远想生物
瑞蓝 2 号	94	94	92	94	高德美	双美一肤柔美	95	91	91	92	双美生物
伊婉婉美 V	95	93	92	93	华东宁波	瑞蓝唯瑛	95	91	91	92	高德美
伊婉 C	93	94	92	93	华东宁波	丝丽 532	93	92	91	92	华熙生物
保妥适	92	94	93	93	艾尔建	润月雅	92	92	92	92	华熙生物
衡力	91	94	93	93	兰州衡力	嗨体 2.5	94	91	90	92	爱美客
润百颜黑金	93	92	91	92	华熙生物	术唯可水光	92	91	92	92	其胜生物
嗨体 1.5	88	92	91	91	爱美客	润致娃娃针	93	89	92	91	华熙生物
嗨体熊猫	89	91	91	90	爱美客	态活泡泡针	92	88	91	90	爱美客

资料来源: 新氧、国盛证券研究所

- **肉毒毒素：水货市场盛行，合规化产品高准入门槛。**肉毒毒素在我国按毒麻药品类进行严审核，产品研发周期长达8年以上，截至2022年国内批准上市的合规肉毒毒素仅有兰州生物-衡力、美国艾尔建-保妥适、英国 IpsenSA-吉适、韩国 Hugel-乐提葆四款产品。合规市场的长期空白与美学市场对塑性抗皱的强烈需求滋养大量水货市场，据艾瑞咨询调研显示2022年我国医美用户半数以上用户曾用过非合规肉毒产品，其中德国西马使用占比高达33.5%，水货与假货市场仍严重挤压合规产品空间。

图表 71: 2022年中国医美用户选择的肉毒素类型



资料来源: 艾瑞咨询、国盛证券研究所

合规产品落地加速竞争格局持续丰富。我国合规肉毒毒素市场长期为艾尔建保妥适与兰州生物的衡力所垄断，2018年其市占率分别达53.52%和46.48%。2020年英国Dysport(吉适)与韩国Letybo(乐提葆)获批后有效丰富现有产品价格带，填补市场需求的空白，形成肉毒市场四足鼎立的局面，新批产品在海外上市历史久远，临床经验丰富，有望显著加剧肉毒市场竞争格局演变。

图表 72: 2022年国内肉毒毒素现有产品

产品	生产企业	获批时间	分子量(kD)	规格(unit)	维持时间(月)	价格(元/100unit)	目标消费者
衡力	兰州生物制品研究所	2012	300/500/900	50/100	3-4	800-1500	中高端人群
Botox 保妥适	美国艾尔建美学 Allergan	2009	900	50/100	3	3000-5000	高端人群
Dysport 吉适	英国 Ipsen SA	2020.06	300/500/900	300/500	4-6	3000-4000	中高端人群
Letybo 乐提葆	韩国 Hugel, Inc	2020.10	900	100	4-6	1800-2600	中高端人群

资料来源: 新氧, 国盛证券研究所

- **胶原蛋白：结构稳定性与成本限制新品突破。**胶原蛋白作为优质填充美护材料，终端市场发展长期受限于性价比与副作用影响。胶原蛋白注射价格约为玻尿酸的3-4倍，但维持时间仅为1-2倍，在颈纹、法令纹部位的填充效果甚至弱于玻尿酸，且由动物源提取的胶原蛋白针剂仍存在一定免疫风险，对技术要求极为严格。当前国内仅有肤柔美、肤丽美、弗缦、薇旖美四款合规III类胶原蛋白注射剂，我们认为胶原蛋白注射技术仍处研发阶段中，结构不稳定性与量产高成本等弊病尚未完全攻克，短期竞争格局仍将维持相对稳定性。
- **再生针剂：新材料与新蓝海，看好已有产品的先发优势。**以PLLA和PCL等微球材料为代表的再生针剂更贴合新时代对渐进美学的诉求，2021年以来3款注射牌照接连落地，再生针剂中长春圣博玛的艾维岚-Löviselle童颜针、华东医药代理的伊

妍仕 Ellansé-S 少女针及爱美客的濡白天使产品均陆续获得 III 类医疗器械证书并于 2021 年下半年相继上市。再生蓝海时代下，新进代理商与生产商涌进为行业大势所趋，其中江苏吴中独家代理的 III 类再生针剂爱塑美有望于 2023 年 Q4 正式上市，成为国内第四款合规再生针剂。再生格局持续丰富下，我们看好已有产品率先在终端建立的品牌、渠道、与口碑等先发优势。

图表 73: 内地已获批及胶原蛋白注射剂与再生剂类产品

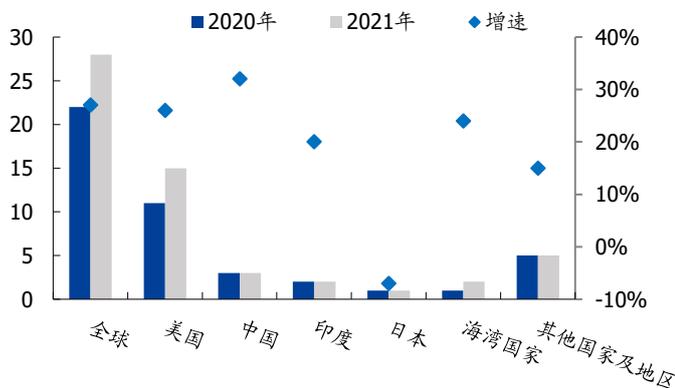
胶原蛋白再生剂	生产商	主要成分	终端单价(元)	获批时间	持续效果
爱贝芙	荷兰汉福生物	PMMA 微球、胶原蛋白溶液、利多卡因	13700	2002	1-5 年
艾维岚 Lōviselle	长春圣博玛	PLLA 微球、甘露醇、CMC	18800	2021.4	1-3 年
伊妍仕 Ellansé-S	华东医药	PCL 微球、CMC 凝胶	18800	2021.4	1-2 年
濡白天使	爱美客	PLLA-PEG 微球、玻尿酸、盐酸利多卡因	12800	2021.6	2 年
胶原蛋白注射剂	生产商	主要成分	终端单价(元)	获批时间	持续效果
肤柔美	双美生物	猪源胶原蛋白	4800	2014 年	3-6 个月
肤丽美	双美生物	猪源胶原蛋白	8800	2017 年	8-12 个月
弗缦	长春博泰	牛源胶原蛋白、利多卡因	7800	2012 年	3-6 个月
薇旖美	锦波生物	重组 III 型人源胶原蛋白	6800	2021 年	1-3 个月

资料来源: NMPA, 公司公告, 新氧, 国盛证券研究所注: Ellansé 有 S/M/L/E 四种型号, 依次维持时间为 1/2/3/4 年, 内地本次获批的产品型号是 S

3.3 培育钻石: 板块“淘金”加速竞争格局丰富

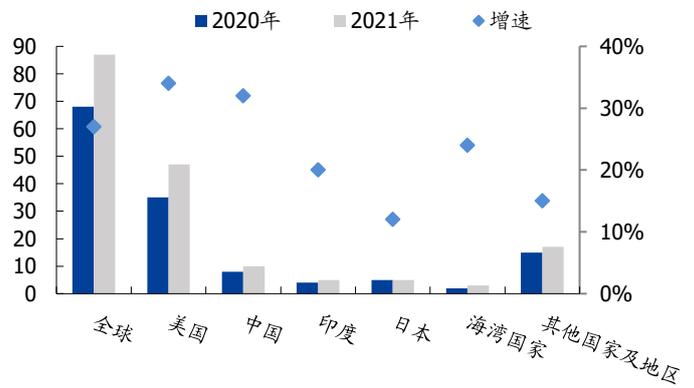
钻石终端消费格局强化, 中美头部国家份额持续提升。《戴比尔斯 2022 年钻石行业洞察报告显示》, 全球钻石消费复苏迹象明显, 至 2021 年全球钻石珠宝市场总规模达 870 亿美元, 其中成品钻规模达 280 亿美元, 占比约 32.2%, 终端与裸钻规模同比均增长 27%。分地区看, 美中两国仍为钻石消费主力, 2021 年美国以 470 亿美金的终端规模 (yoy+34%) 与 54% 的市场占比 (yoy+2.5pcts) 位居全球第一大钻石消费国。中国钻石珠宝零售市场规模达 100 亿美元, 其中成品钻规模 30 亿美元, 同比增速均达 32%, 超出全球消费平均水平, 终端零售份额提升至 11.49%。我国钻石珠宝零售额的强劲增长持续凸显宏观经济与消费能力的成长性, 钻石消费文化的普及率提升与珠宝结构的调整变化为培育钻石市场的发展壮大孕育肥沃土壤。

图表 74: 2020-2021 年全球成品钻石需求变化 (单位: 十亿美元)



资料来源: De Beers, 国盛证券研究所

图表 75: 2020-2021 年全球钻石珠宝需求变化 (单位: 十亿美元)

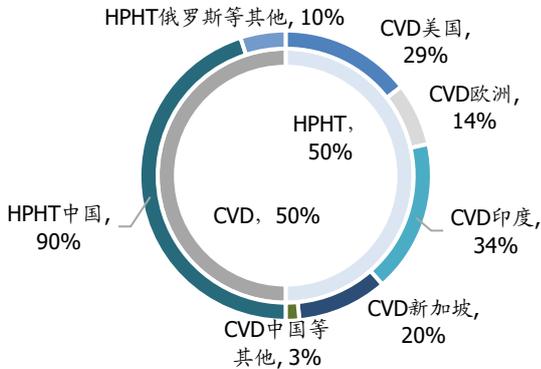


资料来源: De Beers, 国盛证券研究所

上游制造: 海内外厂商势均力敌, HPHT 与 CVD 平分秋色。培育钻石自问世以来, 在技术持续突破中降本增效, 伴随合成品质提升扩大商业化应用规模扩大。贝恩咨询 2021 年度钻石报告数据显示当前竞争格局仍相当优异。分技术路径看, 2021 年 HPHT 与 CVD 技术各占全球生产份额的 50%, 我们维持 HPHT 适宜合成小克拉培育钻石与磨

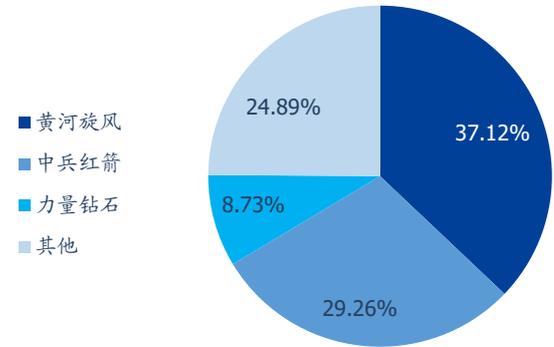
料磨具领域应用，CVD 宜生产大克拉培育钻石并有望拓展半导体等高端制造领域，未来技术格局仍有望维持平分秋色的稳态。分地区看，HPHT 路径下我国以核心六面顶压机锻造术构建 HPHT 高准入门槛，当前已占据全球 90% 的 HPHT 产能，市占率同比显著提升。CVD 路径下，相对低准入门槛助推竞争格局持续丰富，印度、美国、新加坡三大生产区分别占据 CVD 技术 34%/29%/20% 的产能。

图表 76: 2021 年全球培育钻石分技术与地区产量占比



资料来源: 贝恩咨询、国盛证券研究所

图表 77: 2021 年中国培育钻石原石产值市场占比



资料来源: 中商产业研究院、国盛证券研究所

由技术革命引发的行业契机，我国 HPHT 与 CVD 齐头并进。2021 年我国前三大培育钻石制造商合计占据行业 74.11% 的产能，如按照 2022H1 营收测算行业 CR3 仍有望进一步集中。当前我国技术趋势演进由单一的高温高压法制造走向 HPHT+CVD 齐头并进，上游核心制造商以双技术合成高品级大颗粒宝石级人造金刚石，同时把握现阶段磨料磨具的行业红利与未来高端制造领域的契机，其中我国超硬材料龙头中兵红箭已实现双制备技术的重大突破，HPHT 法可批量稳定生产 D-E 色，VVS 净度的 20-30 克拉钻石毛坯，CVD 技术也已突破 10 克拉以上批量制备，颜色等级达 D-E 顶级水平，净度高达 VS 级别。近期涌现的行业新进制造商四方达、国机精工、沃尔德均采取 CVD 技术进行钻石合成，其中四方达可以自主研发沉积设备合成 E/F 色级培育钻石，技术处自研第一梯队。

图表 78: 国内培育钻石厂商生产技术及进展

公司名称	生产技术	培育钻石合成技术进展
力量钻石	HTHP	可批量生产 2-10 克拉高品级培育钻石，实验室技术可试制 30 克拉，颜色 D，净度 VVS 大颗粒毛坯钻
黄河旋风	HTHP	完成 1-20 克拉 D 色 VVS 净度高品级无色彩钻合成技术开发，高端产品销量占整体市场的 50% 以上
	CVD	已设立 CVD 实验室，正加紧研发 CVD 技术大单晶和第三代半导体的开发与推广
中兵红箭	HTHP	可批量稳定生产 20-30 克拉毛坯，已掌握 20-50 克拉毛坯合成术，颜色 D-E，净度 VVS
	CVD	突破 10 克拉以上批量制备技术，颜色等级 D-E 色，净度等级 VS 以上
四方达	CVD	可自主合成 E/F 色培育钻石
沃尔德	CVD	可规模生产 4 克拉高品级培育钻石毛坯，10 克拉以上钻石毛坯工艺基本稳定，颜色可达 G 以上
国机精工	CVD	可量产 5-20 克拉毛坯钻
上海征世	CVD	可实现 1-16 克拉钻石生长，颜色等级 D-G 色，净度处于 IF-VS2 级

资料来源: 各公司公告，投资者互动平台，国盛证券研究所

上游新进厂商持续丰富竞争格局。培育钻石毛坯合成高利润率持续吸引制造商布局，河南“982”计划重点聚焦 9 大先进工业制造领域，力争年完成投资额 2 万亿元以上，其中规划包含培育钻石项目 6 个，总投资额近 100 亿元，规划产能达 180 万克拉。从规划进度看，力量钻石已完成 40 亿元巨额定增项目，预计年采购六面顶压机 700-1200 台，按月均 50-60 台装机数测算，我们预计至 2022 年底公司培育钻石用压机数有望达 1200 台，全年产能超 80 万克拉。中兵红箭全资子公司已投资 5.21 亿元用于工业金刚石生产线技术改造，并完成 1.32 亿元超硬材料研发中心建设项目，我们预计年新增压机数约 300-400 台，今年全年培育钻石产能有望超 130 万克拉。此外下游珠宝零售商中国黄金正式公告其金刚石生产线项目，预计于三门峡地区建设 700 套/台人造宝石级钻石生产线，建设生产车间 4 个，总建筑面积达 5 万平方米。

图表 79: 河南省重点在建培育钻石项目一览 (亿元、台、百万克拉)

项目名称	总投资额	2022 完成额	地区	培育钻用压机	培育钻产能
力量钻石商丘力量钻石科技中心及培育钻石智能工厂建设项目 (产能建设)、力量二期金刚石和培育钻石智能化工厂建设项目	39.12	-	商丘	1500	277
中晶 (河南) 钻石科技有限公司培育钻石、超硬材料系列制品项目	30.76	10.00	南阳	-	-
黄河旋风超大腔体智能化锻造压机合成钻石产业化项目	26.70	6.00	许昌	1000	321.3 (HPHT) 49.31 万颗 (CVD)
年产 120 万克拉首饰级培育钻石项目	25.50	8.00	南阳	-	120
中南钻石有限公司高级工业钻石、宝石级钻石系列化建设项目	11.50	5.00	南阳	-	-
美钻钻石培育二期项目	2.50	2.00	洛阳	90	-
郑州三磨所洛阳分公司年产 30 万片高级、大尺寸功能金刚石	2.00	1.00	洛阳	-	30 万片 (CVD)
焦作天宝恒祥机械年产 3 万克拉宝石级人造钻石自动化生产线	1.00	0.295	焦作	-	3
中国黄金集团宝石级金刚石生产线项目	-	-	三门峡	700	-

资料来源: 河南省发展和改革委员会, 三门峡市发展和改革委员会, 国盛证券研究所

零售品牌星罗棋布, 上下游携手起跑千亿赛道。上游培育钻石扩产带动行业高景气度向下传导, 下游零售品牌商持续丰富, 区域性珠宝商曼卡龙创立自有培育钻石品牌慕璨 OWNSHINE, 众多大众型品牌建立与入局显著拓宽原有小而散的格局。产业链整合与上下游合作共赢成行业新趋势, 产业链延伸方面: 率先合成我国首颗人造金刚石的老牌制造商三磨所于今年推出其培育钻石品牌黛诺 (DEINO), 1 克拉/E 色/VS1 净度经典六爪钻戒售价达 3.12 万元; 黄金珠宝龙头中国黄金于 8 月正式公告入局培育钻石, 有望依托品牌积淀与渠道优势自下而上完成产业链整合。产业协同方面, 时尚珠宝商潮宏基与力量钻石签订合作协议共建培育钻石品牌, 海南珠宝与 CVD 制造商四方达携手共进下游零售环节, 产业协同强化助推培育钻石珠宝千亿赛道的强劲成长。

图表 80: 培育钻石价格信息 (价格为 2022 年 11 月 29 日天猫旗舰店售价)

品牌	所属公司	设立时间	经典产品	售价
OWNSHINE (慕璨)	曼卡龙	2022 年	小方糖花捧钻戒 1ct/E 色/VS+净度	29788 元
DEINO (黛诺)	三磨所	2022 年	经典六爪钻戒 1ct/E 色/VS1 净度	31200 元
VENTI (梵迪)	潮宏基	2022 年	星芒系列钻戒 1ct/D 色/VS1 净度	23647 元
LUSANT (露璨)	豫园股份	2021 年	经典六爪钻戒 1ct/D-E 色/VS 净度	22749 元
DOFE STORY	壹极炫珠宝	2021 年	经典六爪钻戒 1ct/E 色/VS1 净度	22999 元
ZND	中南钻石	2021 年	自主定制钻戒 1ct/D 色/VS1 净度	26120 元
LightMark (小白光)	中嘉恒美	2020 年	经典六爪钻戒 1ct/F-G 色/SI 净度	20299 元
VDG	绿钻环保科技	2020 年	经典六爪钻戒 1ct/D 色/VS1 净度	16990 元
ASTEE (爱时意)	尚秀网络科技	2019 年	经典六爪钻戒 1.01ct/D 色/VS1 净度	16450 元
ANNDIA	沃尔德	2019 年	经典六爪钻戒 1ct/D-F 色/VS 净度	17999 元
TOPMIYA (托普米亚)	圣圆珠宝	2019 年	经典六爪钻戒 0.82ct/D-E 色/VVS 净度	13668 元
Brisa&Relucir (波琳克琳)	豫金刚石	2017 年	经典六爪钻戒 1ct/D-E 色/VS 净度	15500 元
CARAXY (凯丽希)	凯丽希	2015 年	经典六爪钻戒 1ct/E 色/VS1 净度	30199 元

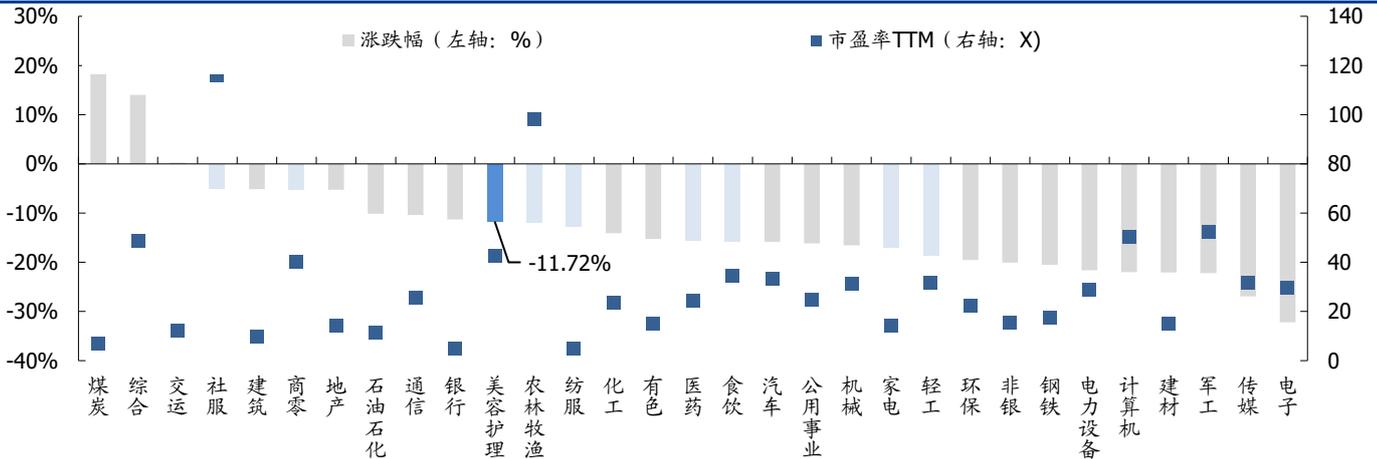
资料来源: 天猫旗舰店, 品牌官网、公众号, 国盛证券研究所

4. 估值对比：追求收益性价比与确定性

4.1 板块涨跌幅：美护行业居消费中值，板块韧性持续凸显

弱市行情与疫情反复下，美护板块表现位居中上。复盘 2022 年行情，全国疫情反复扰动与经济下行压力下多行业股价承压明显，社零总量低增及行业景气度下行趋势中消费整体表现相对低迷，其中美护板块年初至今涨跌幅达-11.72%，在 31 个申万一级行业中排名第 11 位，在消费板块中仅次于社会服务与商贸零售位列第 3，整体表现居仍行业行业中上水平。

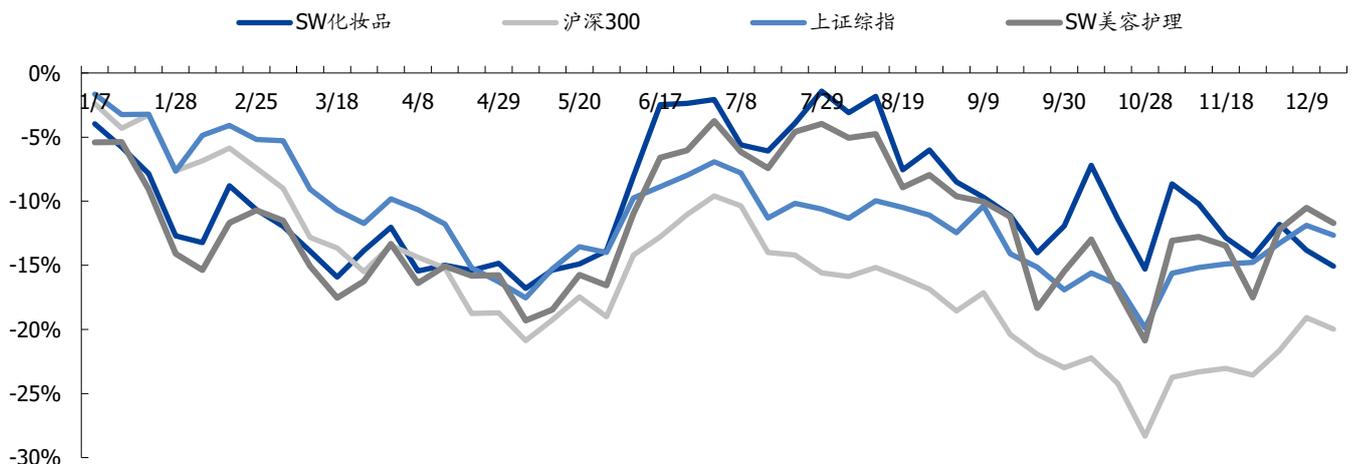
图表 81：申万指数各板块年初至今涨跌幅（截至 2022 年 12 月 12 日）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

“口红经济”与“颜值经济”助推，相对收益仍跑赢大盘。美容护理板块具备可选消费行业中的“必选性”，贴合长期消费升级需求，弱市环境中仍以强韧性跑出相对收益。上半年 SW 美容护理与 SW 化妆品指数受疫情影响与宏观环境变化跟随大盘调整明显，但在 6-8 月期间跟随疫情有力管控强劲反弹，市场反复波动中持续凸显强韧性，截至 12 月 12 日美容护理板块年初至今涨跌幅仍以 0.94pcts/8.26pcts 跑赢上证综指与沪深 300 指数。

图表 82：2022 年以来美容护理板块涨跌幅（截至 2022 年 12 月 2 日）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

横向对比可选/必选消费，美容护理强盈利能力依旧突出。对比申万一级消费行业前三季度板块数据，美护板块投资优势依旧靛眼，前三季度净利率分别达 9.0%/9.2%/7.3%，盈利能力在季度环比波动中仍位居消费行业第三及可选消费板块第一。从增长性角度来

看，美护板块利润增速下滑明显，主要系部分成分股调入与权重影响，但板块涨跌幅仍以-11.72%位居消费板块第三，显著优于家电、食品饮料、轻工、医药等板块，成长韧性支撑下仍具备高市场溢价。

图表 83: 消费板块同比涨跌幅对比

核心指标	净利率			利润增速			涨跌幅			
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	年初至今
申万消费细分板块										
美容护理	9.0%	9.2%	7.3%	-27.5%	-9.3%	-21.6%	-14.3%	14.5%	-13.9%	-11.7%
商贸零售	3.5%	1.7%	1.0%	-12.3%	20.7%	341.6%	-14.4%	12.5%	-12.2%	-5.2%
可选消费										
家用电器	6.4%	8.1%	8.0%	12.6%	15.6%	13.7%	-20.5%	12.0%	-11.2%	-17.0%
轻工制造	5.0%	6.3%	5.9%	-40.2%	-25.5%	-12.5%	-15.8%	1.0%	-12.6%	-18.5%
社会服务	-8.4%	-3.2%	5.7%	-37.8%	-218.5%	189351.2%	-12.6%	8.2%	-15.1%	-5.0%
必选消费										
食品饮料	23.3%	18.4%	18.5%	18.2%	7.9%	12.3%	-20.4%	20.2%	-11.8%	-15.7%
医药生物	11.9%	11.0%	9.1%	27.7%	-2.8%	2.7%	-10.8%	-3.9%	-16.0%	-15.6%
纺织服饰	6.7%	5.5%	4.6%	-16.2%	-34.4%	-29.0%	-10.2%	-0.8%	-10.7%	-12.7%
农林牧渔	-6.3%	0.1%	5.3%	-197.3%	129.8%	180.6%	-1.0%	-4.2%	-6.7%	-11.9%

资料来源: Wind、国盛证券研究所

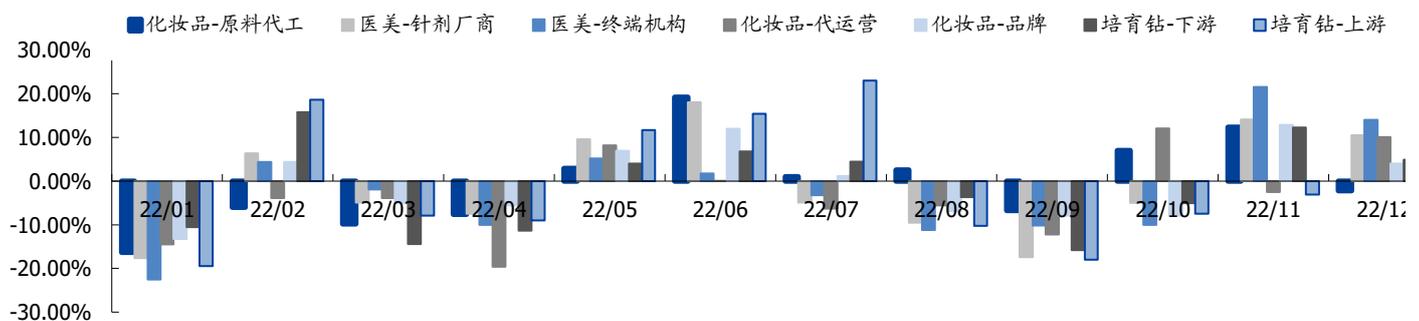
细分赛道兼容成长与价值，强 beta 环境下波段机会丰富。美容护理及可选消费板块下，我们拆分化妆品、医美、培育钻石三大子版块及细分赛道进行比较，涵盖产业链上中下游，兼具成长与价值配置。细分赛道整体表现受疫情封控影响与消费环境走弱表现低迷，其中医美终端机构与化妆品代运营受损严重，年初至今累计跌幅分别达 26.38%/33.71%。化妆品原料代工逆流而上表现强劲，1 月初累计跌幅达 16.34%，至 12 月初年度累计跌幅已收窄至 8.56%；培育钻石上游制造商全年波段机会丰富，今年 2/5/6/7 月期间单月涨幅分别达 18.66%/11.68%/15.40%/23.01%，强周期属性下仍有望以灵活配置策略获取超额收益。

图表 84: 细分赛道标的划分及年初至今累计涨跌幅 (%)

板块	细分赛道	累计涨跌幅	核心标的
化妆品	原料代工	-8.56%	青松股份、科思股份、嘉亨家化
	品牌	-8.76%	贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、水羊股份、上海家化、丸美股份、鲁商发展
	代运营	-33.71%	壹网壹创、若羽臣、丽人丽妆
医美	针剂厂商	-14.84%	爱美客、华东医药、华熙生物、昊海生科、时代天使、江苏吴中、复锐医疗、四环医药、巨子生物
	终端机构	-26.38%	朗安股份、华韩股份、奥园美谷、金发拉比、医思健康、雍禾医疗
培育钻石	上游制造	-14.39%	中兵红箭、黄河旋风、力量钻石、四方达、沃尔德、国机精工
	下游零售	-17.23%	豫园股份、中国黄金、潮宏基、曼卡龙

资料来源: Wind、国盛证券研究所; 截至 2022 年 12 月 12 日

图表 85: 细分赛道月度涨跌幅情况 (%)



资料来源: Wind、国盛证券研究所; 截至 2022 年 12 月 12 日

个股年初至今整体走弱，疫后修复及低估标的近期反弹强劲。受宏观经济下行与需求疲软影响，高端可选消费整体走势偏弱，年初至今仅有珀莱雅（+9.71%）、丸美股份（+18.11%）、四方达（+17.97%）实现逆势上涨。近期全国疫情逐步得到有效控制，多地解除临时疫情管控与恢复生产生活秩序等措施重振消费信心，医美标的显著受益疫后回补与港股估值修复，板块弹性领先，下游机构端雍禾医疗、医思健康近1个月涨幅高达39.87%/76.80%，上游器械端时代天使、四环医药近1个月涨幅分别达50.91%/28.17%。化妆品板块中，低估值标的鲁商发展拟剥离地产业务，聚焦大健康改善资产质量，近1个月涨幅达64.25%。

图表 86: 核心标的涨跌幅情况 (截至 2022 年 12 月 12 日)

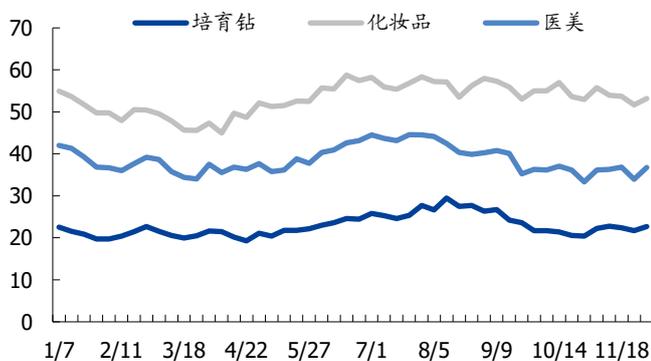
核心板块	股票代码	核心标的	近1个月涨跌幅	近2个月涨跌幅	近3个月涨跌幅	近半年涨跌幅	年初至今涨跌幅
化妆品	300957.SZ	贝泰妮	-16.82%	-25.30%	-30.17%	-33.48%	-32.93%
	603605.SH	珀莱雅	-4.84%	-0.23%	0.81%	8.14%	9.71%
	600315.SH	上海家化	-0.93%	0.14%	-3.55%	-5.13%	-28.49%
	603983.SH	丸美股份	26.90%	43.64%	41.73%	64.66%	18.11%
	600223.SH	鲁商发展	64.25%	41.43%	18.50%	21.28%	-16.80%
医美	300132.SZ	青松股份	16.28%	42.34%	28.99%	21.60%	-34.19%
	300896.SZ	爱美客	13.65%	5.46%	-4.25%	2.25%	-3.13%
	688363.SH	华熙生物	8.39%	16.76%	12.73%	16.57%	-21.04%
	002612.SZ	朗姿股份	28.85%	21.42%	4.39%	2.74%	-17.87%
	600200.SH	江苏吴中	12.61%	15.80%	9.13%	14.60%	-9.33%
培育钻石	000519.SZ	中兵红箭	0.43%	-5.37%	-29.48%	-4.83%	-20.58%
	301071.SZ	力量钻石	-3.43%	-15.90%	-35.89%	-1.22%	-13.08%
	300179.SZ	四方达	-2.87%	0.86%	11.67%	10.28%	17.97%
港股消费	600916.SH	中国黄金	17.03%	16.50%	-4.03%	19.86%	-4.32%
	6699.HK	时代天使	50.91%	54.61%	10.52%	-5.52%	-52.82%
	0460.HK	四环医药	28.17%	19.74%	-1.56%	-7.70%	-27.74%
	2138.HK	医思健康	76.80%	56.15%	43.02%	3.51%	-31.06%
	2279.HK	雍禾医疗	39.87%	26.93%	35.44%	1.63%	-32.27%
6601.HK	朝云集团	23.74%	0.00%	18.50%	-2.55%	-42.47%	

资料来源: Wind、国盛证券研究所

4.2 板块估值: 当前 PE 处于历史分部中枢

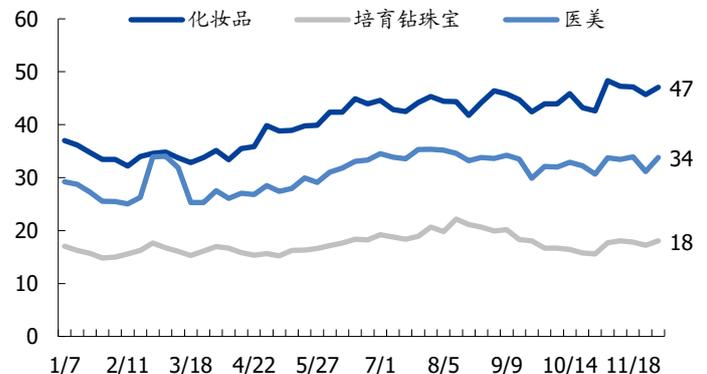
板块调整回落，估值居历史中值。选取 TTM 市盈率整体法指标（剔除负值），化妆品/医美/培育钻石三大板块当前估值分别达 53/37/23 倍，较年初水平略有回落，仍处历史估值分部的中枢，主要系消费环境承压与需求走弱加剧业绩成长不确定性。我们认为短期疫情扰动有望逐步消除，高端可选消费的长期升级趋势不变，当前各板块回调幅度较大，低位配置价值持续凸显。复盘历史估值水平，分板块看：

图表 87: 2022 年以来核心板块估值情况 (TTM 市盈率: 整体法)



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 88: 2022 年以来核心板块估值情况 (预测市盈率: 整体法)

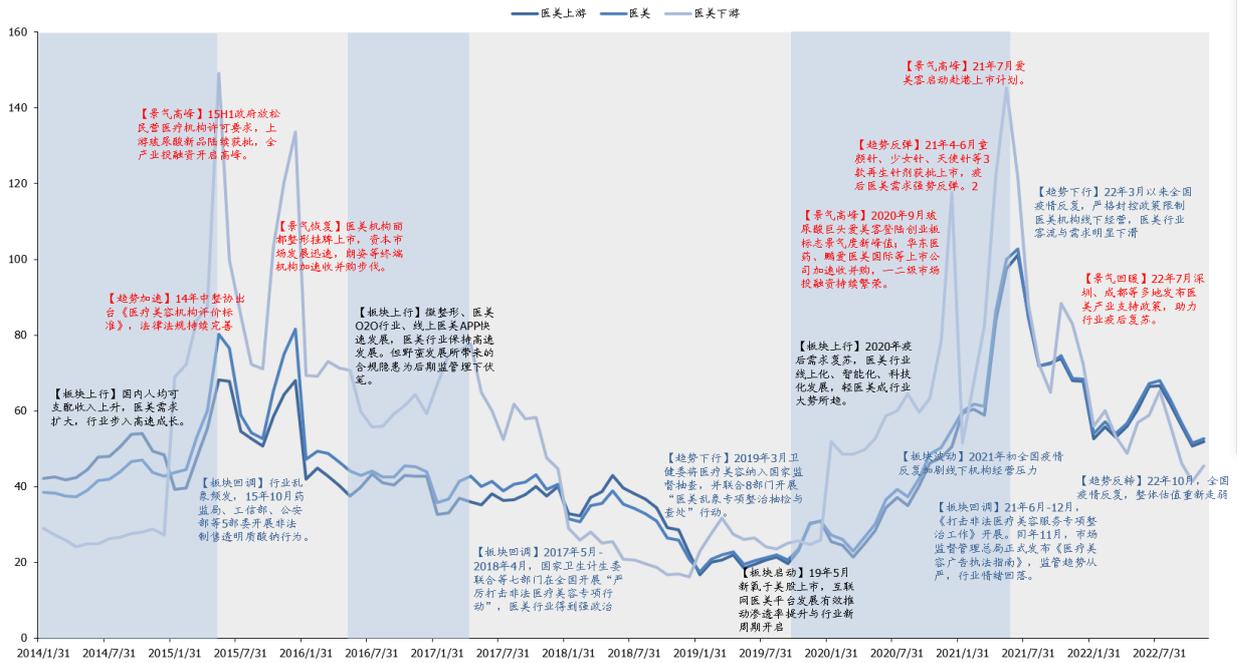


资料来源: Wind、国盛证券研究所

医美：强 Beta 环境下，景气度波动上行。医美产业链从上游生产研发至下游机构服务均受监管层严格管理，复盘医美板块近年周期变化，行业估值水平受政策风险、消费环境、疫情管控态势等强 Beta 因素影响明显，景气度周期顺应可选消费升级大逻辑波动上升，整体趋势在严监管下由野蛮生长走向合规化、公平化、健康化稳态发展。2015 年与 2021 年的两轮行业估值高峰均处于消费暖市中监管政策优化的大周期。当前医美板块估值达 53XPE，处于历史估值中枢。长周期视角中，行业有望在非合规机构产品持续出清的背景下加速疫后复苏趋势，伴随新品类拓展迎来成长高峰。

- **野蛮生长走向健康发展（2014-2018 年）：**医美行业诞生于我国人均收入持续上行，“颜值经济”高速发展的背景下，2014 年中整协首发《医疗美容机构评价标准》，推动终端机构合规发展，2015 年爱芙莱、乔雅登等多款玻尿酸获批有效丰富上游产品格局，民营医疗机构许可限制的放松孕育医美终端的繁荣，朗姿股份的收并购、丽都整形挂牌上市等投融资发展助推行业景气度达到峰值。早期行业的野蛮生长终结于强监管的合规化管理，2015 年 10 月药监局、工信部等 5 部委首次开展针对非法制售透明质酸钠的整治活动，并陆续于 2016-2019 年间陆续开展七部委、八部委等专项整治活动，严厉肃清打击非法活动，整顿行业风气，引导合规化的公平竞争。
- **新渠道与新品类的二次发育（2019-2021 年）：**2019 年来以新氧为代表的医美互联网平台加速发展，行业走出传统线下渠道，向线上化、智能化、科技化发展。无创、自然、低风险等优势推动轻医美的火爆，行业估值在 2020 年 9 月玻尿酸巨头爱美客创业板上市的带动下重回历史峰值，并于 2021 年 Q2 伴随童颜针、少女针、天使针等多款再生针剂获批上市与爱美客的港股递表创下近年新高。本轮上行周期再度止于强监管引导下的多维度医疗美容行业专项整治活动，市场情绪与估值水平出现大幅回落。
- **今年以来：消费需求走弱，估值回调明显。**疫情反复与严监管态度延续加大医美全产业链的经营压力，年初以来《医疗器械目录调整》、《医疗机构管理条例》、《医疗美容标准体系建设》等监管政策陆续颁布与民生领域的“铁拳”彻查整治行动持续推动行业竞争格局优化。二季度全国多地疫情反复与封控管理政策致线下机构暂时停业，终端客流与需求萎缩恶化市场情绪，板块估值一度跌落至 58XPE。6-7 月后疫情有效管控再度彰显行业信心，深圳、成都多地发布医疗美容扶持政策有效助力产业复苏，景气度环比改善明显。三季度后消费环境走弱再度引发需求疲软，叠加 10 月全国疫情反复板块估值重回低点。我们认为当前板块已回落至合理区间，在防疫政策优化与消费需求回暖趋势中有望贴合监管持续引导走向复苏。

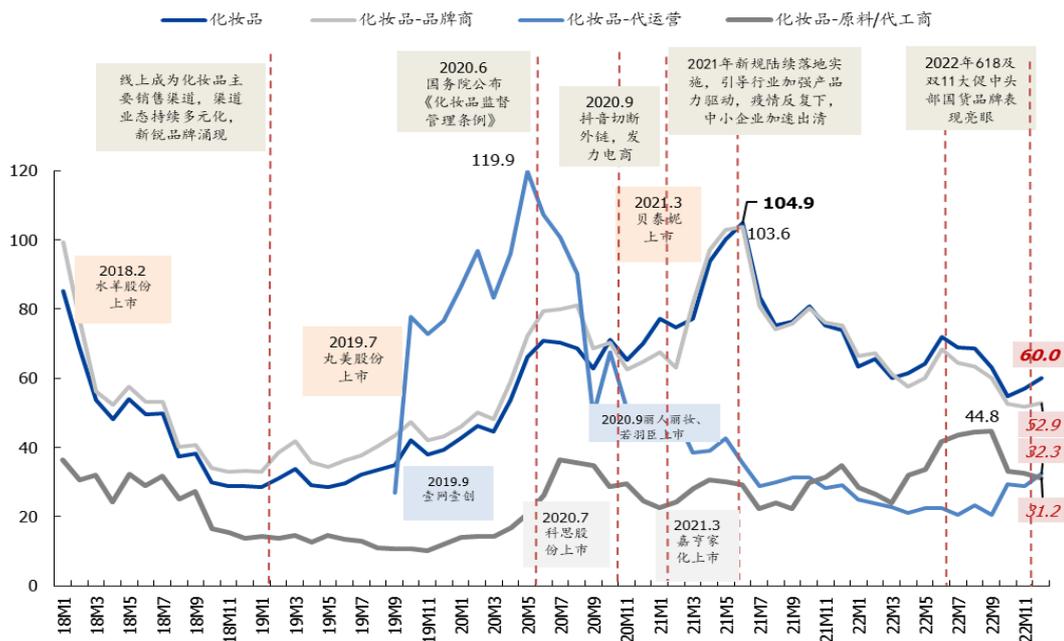
图表 89: 医美板块历史估值复盘 (PE-TTM: 整体法)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

化妆品: 板块整体处于历史高点 57%分位, 品牌商分化较大需兼顾短期增速及长期确定性。化妆品产业链中, 品牌商环节附加值较高且市场空间大、盈利能力强, 品牌商的估值一般高于原料商、生产商和代运营商。中国化妆品上市企业中, 品牌商环节中上海家化上市较早, 在 2001 年 3 月, 其余多在 2017 年底之后上市; 代运营商则在 2019 年 9 月之后; 原料/代工商中青松股份上市较早, 在 2010 年 10 月, 其余科思股份、嘉亨家化则分别在 2020 年 7 月及 2021 年 3 月。为综合考虑各环节估值水平, 我们回顾化妆品板块自 2018 年初至 2022 年 12 月 PE (TTM) 的值, 化妆品原料商、代工商和代运营商较为稳定的估值中枢在 15-40 倍, 而品牌商的估值均值通常为 40-80 倍, 最高可超 100 倍, 具体标的之间则随着业务发展阶段、壁垒综合性及增长确定性不同而呈现出较大分化, PEG 水平约处于 1.0-2.5X 区间。

图表 90: 化妆品板块历史估值复盘 (PE-TTM: 整体法)



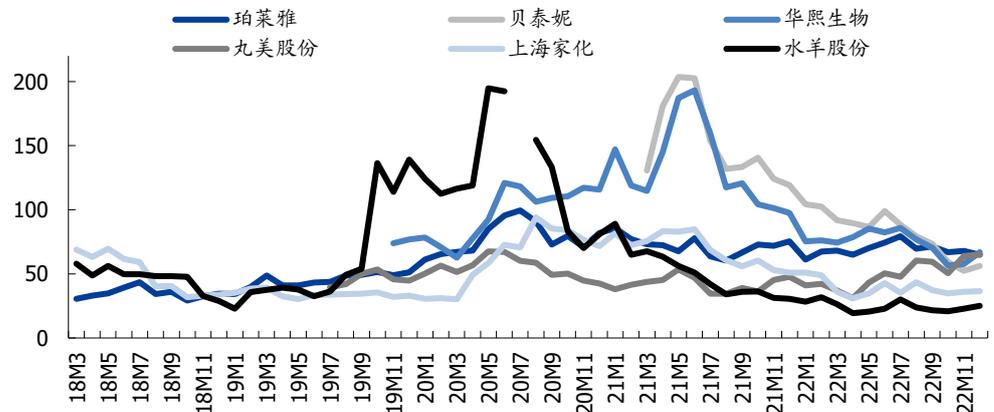
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

由于原料/代工商及代运营商环节目前仍处于恢复调整期，综合考虑业绩确定性 & 估值分为，细分板块对比来看，当前我们仍优先推荐品牌商环节配置机遇。

对标海外成熟市场给予化妆品集团的估值来看，综合考虑业绩增速水平及增长来源。欧莱雅集团旗下品牌条线众多，股价的估值中枢变化主要和收入增速中枢有关，在收入双位数增长阶段，估值中枢一般位于 40-60 倍，而在收入端个位数增长时，估值中枢则回落至 20-30 倍。同时，其对于新市场的布局或新品牌的并购都需切实落实到对收入增速中枢的拉动，才能在市场上获得一定估值溢价。雅诗兰黛旗下品牌定位较为高端，其业绩与经济周期波动的相关性更高因此波动性更大，整体估值兼顾收入增速及盈利水平，公司 2018 年开始其凭借在新兴市场的布局以及更加集中于高价值量的护肤品类，推动整体收入增速中枢抬升、毛利和盈利结构优化、净利润率水平不断提升，综合驱动估值水平向 40 倍乃至 50 倍以上抬升。

我们认为，我国化妆品品牌发展阶段正处于竞争要素由渠道力向产品力乃至品牌力过渡的交叠期，即：1) 渠道红利仍存，如新兴的直播电商/社媒平台等流量仍快速增长为品牌必争之地；2) 新规引导及消费者认知升级驱动下，产品矩阵孵化及品牌文化建设层面的比拼日益升级。当前对于我国化妆品品牌企业的估值也需综合考虑业绩增长的来源及可持续性，经历过线上传统电商渠道变革期之后，除了销售额的增长，其内生的对于消费者画像及产品需求反馈的洞察等能力也得以提升，从而有望强化长期大单品推新成功概率。中期来看，化妆品新规趋严、疫情冲击及一级市场回归理性等因素叠加，有望加速出清资质较差的中小品牌供给，支撑龙头品牌保持收入端较快增长并提升份额以享有较高估值倍数。随今年以来市场系统性调整，大部分保持高增长的化妆品个股已逐渐向 40-60 倍的估值中枢区间靠拢，且当前阶段国内大多头部化妆品公司的增速要高于海外龙头在高成长阶段 10-15% 的增长中枢，化妆品板块配置价值凸显，重点推荐未来 2-3 年维度内仍有望维持优于行业增长且多品牌能力持续验证的优质化妆品龙头。

图表 91：主要化妆品品牌商历史估值复盘 (PE-TTM；整体法)



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：水羊股份剔除部分估值过高的时间段

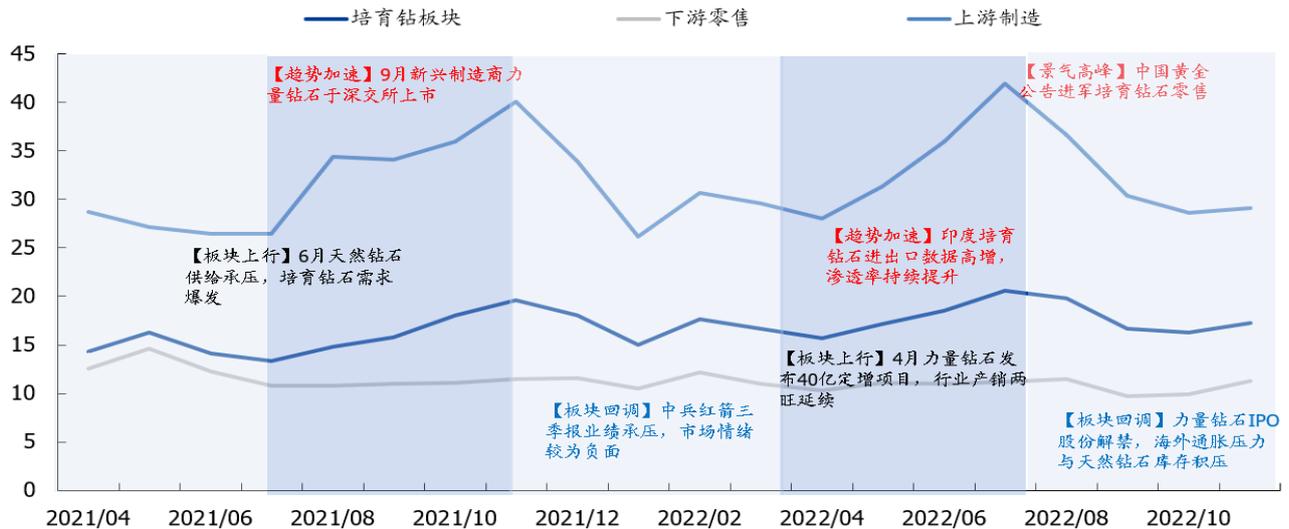
培育钻石：板块波段机会丰富，有望开启景气度第三浪。复盘培育钻石概念至今估值情况，行业整体呈现多波段，高波动，多领域投资机会，估值水平受北美消费环境、印度加工切割节奏、天然钻石供需及价格等因素影响明显。培育钻石上游制造以核心技术掌控强议价权，业绩强增长性支撑高于下游零售板块的估值水平。当前板块估值仅 17XPE，处于历史低位水平，在中游库存消化与下游品牌成长中有望开启行业景气度第三波机会。

➤ **板块成长期 (2021 年 7 月-11 月)：供需失衡孕育培育钻石行业爆发契机。**2021 年全球天然钻矿自然枯竭与疫情导致的部分矿山停工加剧天然钻石供给压力，戴比尔斯、潘多拉、施华洛世奇等海外珠宝龙头相继进军培育钻石零售板块助推需求爆发，叠加 GIA、IGI、NGTC 等国际权威珠宝鉴定机构官方认证，上游制造正式走向

合规化。强需求与高利润率驱动上游板块正式启动，2021年9月新兴制造商力量钻石于深交所上市加速板块上行趋势，板块整体PE由28倍提升至40倍，第一波成长机会终结于11月印度工厂排灯节暂停贸易输出，HPHT龙头中兵红箭三季度业绩承压加剧市场负面情绪。

- **趋势加速期（2022年4月-8月）：板块轮动中，资金优先把握高成长确定性赛道。** 二季度以来A股市场走势偏弱，消费环境承压与板块轮动中资金优先布局高性价比赛道。力量钻石于4月发布40亿元巨额定增项目，计划采购六面顶压机1500台，拟扩产培育钻产能277万克拉，期间印度培育钻石进出口增速维持70+%高增速，行业产销两旺推动景气度上行。此后潮宏基、四方达等上市公司相继公告下游零售规划，8月黄金珠宝龙头中国黄金正式公告进军培育钻石零售，标志第二轮上涨行情达到峰值，制造板块整体PE高点达42倍。
- **估值回调期（2022年8月至今）：周期属性凸显，静待第三浪行情。** 半年报期上游制造高成长业绩相继兑现，海外通胀放大与贸易环节的库存积压加剧终端需求压力，资金获利了结开启下行趋势，板块估值再度回落至29倍PE。龙头标的股价表现持续承压，其中力量钻石首次IPO股份于9月解禁，低价定增制约股价持续上行；中兵红箭管理层结构调整与改革进度不确定性较强，三季度基本面表现环比下行加剧市场负面情绪放大。当前印度苏拉特地区排灯节后复工良性改善明显，Q4旺季消费助力行业库存消化，我们认为未来行业整体估值有望迎来修复，投资机遇由HPHT合成走向双制备技术赛道，由单一上游制造逐步向下游品牌零售延展。

图表 92：培育钻石板块历史估值复盘（预测市盈率：整体法，2022年度为基准）



资料来源：Wind、国盛证券研究所

4.3 投资建议：布局疫后优先反弹赛道，把握龙头确定性机遇

疫后复苏为2023年消费板块投资主线之一。宏观环境稳定性加强利于消费行业基本面优化，展望明年，疫情有效管控下短期流量回补与长期需求升级仍为板块投资主线，分赛道看：

- **化妆品：消费需求韧性凸显，头部效应加剧逻辑持续验证。** 随着防控优化下有序复工复产推动行业回暖，新规引导及疫情冲击消费力承压影响下，倒逼企业在研发、供应链、成本控制等方面持续提升，加速产业升级迭代和优胜劣汰。品牌商环节中优质国货龙头受益于渠道精细运营及品牌力沉淀，市场份额持续提升，代工厂及代运营环节前期受损较严重，生产及订单有望逐步恢复。核心推荐加码研发赋能产品矩阵升级且渠道精细运营的优质国货品牌商【贝泰妮/珀莱雅/华熙生物/巨子生物】

(2023年分别 35X/48X/45X/21XPE)，建议关注拟剥离地产聚焦大健康业务后估值有望提升的【鲁商发展】(2023年 20XPE)、防晒剂领域不断巩固龙头地位的【科思股份】、生产及订单有望逐步恢复的代工商龙头【青松股份】(2023年 35XPE)。

- **医美：关注高端可选强势反弹，捕捉大 Beta 环境下的超额收益。**短期来看全国疫情封控政策动态优化，多地解除临时封控管理，逐步恢复生产生活秩序，防疫新政有望释放长期积压的消费需求，加速终端客流强势回流与行业复苏。长期趋势中，颜值经济发展与高端可选需求升级仍为成长主题，我们继续看好兼具研产壁垒的医美上游医疗器械龙头，强研产实力与渠道营销力有望最大化新品类与新材料的成长性，核心推荐【爱美客】(54XPE)、【时代天使】(74XPE)、【华东医药】，建议关注【四环医药】(14XPE)；疫后复苏中业绩短期承压的下游终端机构有望迎来强势反弹机会，核心推荐【朗姿股份】(56XPE)、【雍禾医疗】(32XPE)、【医思健康】(40XPE)。
- **培育钻石：把握供需格局新平衡中全产业链的新机遇。**中游贸易环节库存积压与下游需求增速疲软重新调整培育钻石行业短期估值水平，但行业高成长性与核心壁垒依然不变。当前印度切割加工环节走向良性复苏，进出口节奏优化有望迎来板块利润修复，行业投资机遇由点向面持续拓展。我们积极看好当前上游龙头厂商在产业链中的优势地位，优质制造格局中核心推荐工艺精湛的 HPHT 合成法龙头【中兵红箭】(16XPE)、【力量钻石】(17XPE)，建议关注 CVD 新兴制造商【四方达】(27XPE)；消费端渗透率持续提升加速产业链的利润转移，下游品牌零售端有望开启新增长点，建议关注先发优势突出，渠道体系成熟的优质珠宝零售商【中国黄金】、【潮宏基】、【豫园股份】、【曼卡龙】。

图表 93：国盛美妆团队覆盖核心标的估值一览（截至 2022 年 12 月 13 日）

公司名称	市值 亿元	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			PE			PEG 22E	2022- 2024CAGR
		22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E		
化妆品板块												
贝泰妮	567	5,563	7,435	9,775	1,208	1,636	2,177	46.93	34.65	26.02	1.3	36.13%
珀莱雅	458	5,971	7,607	9,452	742	948	1,180	61.64	48.35	38.82	2.27	27.00%
上海家化	199	7,351	8,604	9,660	548	738	886	36.23	26.93	22.40	3.31	10.93%
九美股份	150	1,824	2,081	2,393	228	259	297	65.51	58.34	50.46	10.58	6.19%
鲁商发展	113	12,845	13,998	15,214	354	572	772	31.63	19.77	14.57	1.1	28.73%
青松股份	38	2,804	3,027	3,313	9	108	239	367.50	35.00	15.98	-	-
医美板块												
爱美客	1,139	2,319	3,434	4,949	1,436	2,102	2,986	79.29	54.22	38.15	1.72	46.08%
华熙生物	603	6,898	9,125	11,748	1,013	1,333	1,694	59.43	45.27	35.63	2.02	29.37%
朗姿股份	119	4,017	4,625	5,289	102	212	278	116.57	55.85	42.56	8.3	14.04%
江苏吴中	56	1,968	2,258	2,738	-45	32	120	-130.67	156.80	46.12	-	-
华东医药	772	38,055	42,215	47,037	2,640	3,168	3,877	29.23	24.35	19.90	1.54	18.98%
巨子生物	277	2,220	3,099	4,279	1,004	1,334	1,776	27.51	20.71	15.55	0.95	28.96%
培育钻石板块												
中兵红箭	282	9,504	11,488	13,697	1,243	1,772	2,502	22.76	15.95	11.26	0.31	72.75%
力量钻石	176	988	1,742	2,753	493	889	1,421	29.76	16.50	10.32	0.37	81.02%
四方达	62	545	823	1,199	151	231	337	40.94	27.00	18.39	0.76	54.14%
中国黄金	219	53,774	63,732	75,179	908	1,139	1,397	24.08	19.20	15.66	1.16	20.70%
潮宏基	42	4,826	5,725	6,734	341	414	499	12.38	10.20	8.46	0.99	12.47%
豫园股份	303	54,302	62,957	71,233	3,446	4,111	4,685	8.78	7.36	6.46	1.32	6.66%
曼卡龙	29	1,559	1,973	2,503	74	93	119	38.44	30.83	24.01	2	19.19%
港股消费板块												
时代天使	172	1,246	1,558	1,951	205	257	321	93.03	74.18	59.42	23.6	3.94%
四环医药	82	3,723	4,386	5,286	465	548	658	16.27	13.56	11.62	0.99	16.47%
医思健康	80	3,627	4,537	5,582	297	412	544	44.53	39.84	28.04	1.11	40.18%
雍禾医疗	51	1,736	2,592	3,593	90	181	308	63.06	31.53	18.48	1.65	36.85%
朝云集团	21	1,774	1,959	2,161	93	116	143	21.22	16.51	13.51	1.34	15.80%

资料来源：Wind、国盛证券研究所（注：标蓝为国盛美妆团队已覆盖标的，其他标的盈利预测来自 wind 一致预期）

风险提示

- **疫情反复影响：**全国疫情管控仍存不确定性，反复影响或扰乱消费复苏节奏。
- **获客成本上行：**医美/化妆品终端行业竞争加剧导致公司销售费用率上行，进而影响利润体量。
- **新品上市/产能扩张不及预期：**医美化妆品行业新品上市进度或推广情况以及培育钻石产能扩张受限易导致公司经营业绩不及预期。
- **监管政策变动：**医美行业面临强监管环境，政策变动调整或加大企业盈利难度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com