

## 强于大市

# 美妆医美行业 2023 年中期策略

## 关注旺季美妆消费复苏进程，优选龙头

随消费者信心的恢复和需求的进一步释放，2023Q1 年化妆品和医美零售额逐渐恢复。品牌从营销产品两方面入手，打造爆品和爆品系列是制胜关键。医美短期线下客流有所恢复，未来关注玻尿酸、胶原蛋白和再生针剂注射领域。

### 支撑评级的要点

- **2023Q1 化妆品零售额逐渐恢复，期待 Q2 进一步复苏，化妆品、医美板块指数承压。**2023 年 1~3 月化妆品零售额 1043 亿元，同比上升 5.9%；4 月化妆品零售总额为 276 亿元，同比上升 24.3%，化妆品消费 1-4 月呈现弱复苏趋势。未来随消费需求进一步释放及春夏旺季到来，2023Q2 化妆品零售额增速有望进一步提升。化妆品/医美板块较年初下跌 1.90%/30.04%，2023Q1 末化妆品、医美基金持仓占公司总股本比重为 3.73%/4.33%，较年初下降 0.59pct/4.68pct。估值来看，当前化妆品和医美板块估值处于较低水平（2023.5.18 化妆品/医美板块 PE 分别为 42/65），期待 H2 修复。
- **新兴电商平台增长较快，行业线上进入精细化运营阶段。**从近年情况看，头部品牌线上收入增速有所放缓，其中贝泰妮、珀莱雅 2022 年线上收入增速分别为 22.06%/47.50%，分别较 2021 年下降 29.88pct/2.04pct。2023Q1 珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份在抖音平台销量较去年同期分别同比增长 49.36%/10.63%/27.53%/96.98%，增速表现优于京东、天猫淘宝等传统电商平台。龙头公司深入布局新渠道，建设成效显著。2022 年全年贝泰妮在抖音平台销售额较 2021 年同比增长 86.23%至 4.29 亿元。当前，随行业线上流量红利进入瓶颈，线上渠道竞争日渐激烈，为加强竞争力，龙头公司线上精细化运营，致力于提升用户粘性和复购率，部分公司已取得一定成效。2022 年上海家化旗下品牌佰草集、玉泽复购率分别较去年上升 4.49pct/4.45pct。
- **化妆品未来转向爆品驱动，营销+产品缺一不可。**消费者对产品功效及自身需求更加明确，叠加行业降速背景下品牌分化加大，这给龙头企业在加速产品研发布局方面提出了新要求，未来具有强竞争力的产品方可突围。我们认为，未来化妆品龙头公司需同时具备营销和产品的双重能力，持续打造爆品及爆品系列。
- **医美短期线下客流有所恢复，长期有望持续释放动能。**2023Q1 线下消费回暖，同时医美机构积极举办促销活动，行业整体收入向好。美妆医美作为典型可选消费，以后复苏需要时间和场景的铺垫，预计 2023Q2 将呈现进一步改善趋势。长期来看，我们持续看好轻医美市场，轻医美用户规模 2025 年有望达到 2,820 万人，为 2021 年的 1.56 倍；预计轻医美市场规模在 2025 年达到 2,046 亿元，4 年 CAGR20.30%。细分板块来看：1) 玻尿酸注射；2) 胶原蛋白注射；3) 再生针剂三方面值得关注。医美格局多元，我们认为，拥有核心产品是公司突出重围的重要助力。

### 投资建议

- **2023Q2 行业旺季到来，龙头公司加强布局收入望取得亮眼增长。**短期看，2023Q2 行业春夏旺季到来，重点公司加强新品爆品投入和多渠道营销布局，具备较强收入复苏弹性。**核心推荐：**主打大单品策略，不断进行大单品系列横向纵向拓展、拓展新品牌的珀莱雅；具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头、产品优势显著的贝泰妮；全产业链布局，多品牌矩阵成熟完善的华熙生物；多品牌全价格段布局的上海家化；自有品牌+代理品牌双轮驱动的水羊股份。**建议关注：**深耕重组胶原蛋白和功效性护肤品、旗下可复美等品牌优势显著的巨子生物；多赛道布局、差异化品牌矩阵的透明质酸龙头鲁商发展。

### 评级面临的主要风险

- 新品拓展不及预期；行业竞争加剧；政策风险。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

美容护理

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人：杨雨钦

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080061

## 目录

一、化妆品行业：传统流量陷入瓶颈，行业转向爆品驱动 .....	5
1.1Q1 化妆品零售环比改善，基金持仓有所下降 .....	5
1.2 电商流量红利进入瓶颈，各品牌精细化运营推进 .....	6
1.3 行业未来转向爆品系列驱动，营销+产品缺一不可 .....	10
二、医美行业：核心产品成为增长新动能 .....	15
2.1 短期线下客流有所恢复，长期有望持续释放动能 .....	15
2.2 玻尿酸赛道仍是关键，胶原蛋白潜力有望释放 .....	18
2.3 核心产品为制胜关键 .....	24
三、投资建议 .....	26
四、风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1.3 月化妆品零售复苏（亿元） .....	5
图表 2.化妆品和医美板块整体承压 .....	6
图表 3.2023Q1 美妆医美板块基金持股比例有所下降 .....	6
图表 4. 2023Q1 医美及化妆品板块估值较低.....	6
图表 5.龙头公司线上收入占比较高，当前线上收入增速有所放缓 .....	7
图表 6. 2022 年传统电商平台收入增长放缓（单位：亿元） .....	7
图表 7.直播电商等新兴渠道崛起，2023Q1 销量增速表现优于传统电商平台（单位：件） .....	8
图表 8.头部公司深入推进新兴渠道布局 .....	9
图表 9.头部公司深入推进新兴渠道布局，成效显现。 .....	10
图表 10.上海家化两大核心品牌复购率逐年上升 .....	10
图表 11.贝泰妮线上主要自营店铺两年复购率有所上升.....	10
图表 12.冻干面膜、特护霜及防晒乳为薇诺娜三大核心产品.....	11
图表 13. 珀莱雅明星大单品继续维持核心产品地位 .....	12
图表 14.珀莱雅收入实现持续走高，毛利率稳定增长 .....	12
图表 15. 2022 年 BM 肌活营收实现较好增长（单位：亿元） .....	12
图表 16. 佰草集、玉泽核心产品系列 .....	13
图表 17.可复美明星产品销量.....	13
图表 18.可复美明星产品.....	13
图表 19. 益生菌系列成瑋尔博士核心产品、颐莲推出玻尿酸补水产品系列.....	14
图表 20.鲁商发展化妆业务营业收入持续高增，毛利率保持稳定 .....	14
图表 21.非手术类医美助推我国医美市场快速增长（单位：亿元） .....	15
图表 22.2019 年注射类占非手术类医美市场规模约 85% .....	15
图表 23.头部医美企业收入基本企稳 .....	16
图表 24.2021 年轻医美用户画像 .....	17
图表 25.轻医美用户规模快速增长（单位：万人） .....	17
图表 26.不同年龄段轻医美用户比例 .....	17
图表 27.预计 2025 年轻医美用户有望达 2021 年的 1.56 倍（人数单位：万人） ..	17
图表 28.超 80%轻医美用户周期性治疗 .....	17
图表 29.未来 5 年轻医美治疗次数有望不断提升（单位：万次） .....	18
图表 30.中国轻医美市场人均单次消费金额呈现下滑态势（单位：元） .....	18
图表 31.轻医美市场规模和治疗次数高速增长 .....	18
图表 32.美容注射市场规模不断扩大，玻尿酸市场份额超一半（单位：亿元） ..	18
图表 33.玻尿酸注射领域的主要产品 .....	19
图表 34.进口厂商份额有所下滑，国牌替代崛起 .....	19
图表 35.国内仅 6 款水光针产品持 III 类证.....	20
图表 36.头部企业主要在研产品 .....	20

图表 37.胶原蛋白类注射市场规模快速增长（单位：亿元） .....	21
图表 38.胶原蛋白更具美白、精细化填充和再生修复方面的优势 .....	21
图表 39.中国合规胶原蛋白填充产品有限，动物源性胶原蛋白占主体 .....	22
图表 40.各公司加速布局重组胶原蛋白 .....	22
图表 41.胶原蛋白类注射市场规模 2026 年有望破百亿（单位：亿元） .....	23
图表 42.再生针剂作用（以童颜针为例） .....	23
图表 43.中国合规再生针剂情况 .....	24
图表 44.未来 5 年再生针剂销售额有望快速增长（单位：亿元） .....	24
图表 45.主要医美产品统计 .....	25

## 一、化妆品行业：传统流量陷入瓶颈，行业转向爆品驱动

### 1.1Q1 化妆品零售环比改善，基金持仓有所下降

2023 年 Q1 化妆品零售额逐渐恢复、环比不断改善，期待 Q2 进一步复苏。随着消费者信心的恢复，2023 年 1~3 月化妆品零售额 1043 亿元，同比上升 5.9%；4 月化妆品零售总额为 276 亿元，同比上升 24.3%，环比上升 0.49%。随着消费场景的逐步放开，以及天气转暖等有利因素到来，我们预计 2023Q2 化妆品零售额有望进一步提速增长。

图表 1.3 月化妆品零售复苏（亿元）

时间	社零当月总额	社零当月同比%	化妆品当月零售总额	化妆品当月零售同比%
2020 年 1-2 月	52130	-20.5	387	-14.1
2020 年 3 月	26450	-15.8	249	-11.6
2020 年 4 月	28178	-7.5	224	3.5
2020 年 5 月	31973	-2.8	270	12.9
2020 年 6 月	33526	-1.8	326	20.5
2020 年 7 月	32203	-1.1	230	9.2
2020 年 8 月	33571	0.5	284	19
2020 年 9 月	35295	3.3	296	13.7
2020 年 10 月	38576	4.3	281	18.3
2020 年 11 月	39514	5	511	32.3
2020 年 12 月	40566	4.6	324	9
2021 年 1-2 月	69737	33.8	558	40.7
2021 年 3 月	35484	34.2	368	42.5
2021 年 4 月	33153	17.7	272	17.8
2021 年 5 月	35945	12.4	319	14.6
2021 年 6 月	37586	12.1	379	13.5
2021 年 7 月	34925	8.5	239	2.8
2021 年 8 月	34395	2.5	294	0
2021 年 9 月	36833	4.4	317	3.9
2021 年 10 月	40454	4.9	310	7.2
2021 年 11 月	41043	3.9	571	8.2
2021 年 12 月	41269	1.7	341	2.5
2022 年 1-2 月	74426	6.7	618	7
2022 年 3 月	34233	-3.5	345	-6.3
2022 年 4 月	29483	-11.1	214	-22.3
2022 年 5 月	33547	-6.7	2911	-11
2022 年 6 月	38742	3.1	424	8.1
2022 年 7 月	35870	2.7	253	0.7
2022 年 8 月	36258	5.4	288	-6.4
2022 年 9 月	37745	2.5	317	-3.1
2022 年 10 月	40271	-0.5	309	-3.7
2022 年 11 月	38615	-5.9	562	-4.6
2022 年 12 月	40542	-1.8	290	-19.3
2023 年 1-2 月	77067	3.5	656	3.8
2023 年 3 月	37855	10.6	393	9.6
2023 年 4 月	34910	18.4	276	24.3

资料来源：国家统计局，中银证券

化妆品板块和医美板块整体承压。2023 年初以来化妆品行业指数、医美行业指数均有所下跌，跌幅分别为 1.90%/30.04%，弱于沪深 300 表现。



图表 2.化妆品和医美板块整体承压

	2023 年初至今涨幅
化妆品	(1.90%)
医美	(30.04%)
沪深 300	7.78%

资料来源：万得，中银证券

**2023Q1 在医美化妆品行业零售下滑背景下持仓下降。**2023Q1 末化妆品板块基金持仓比例为 3.73%，相比 2022 年末小幅下降 0.59pct 至 3.73%。2023Q1 医疗美容板块基金持股比例也呈现下降趋势，较去年年末下降 4.68pct 至 4.33%。

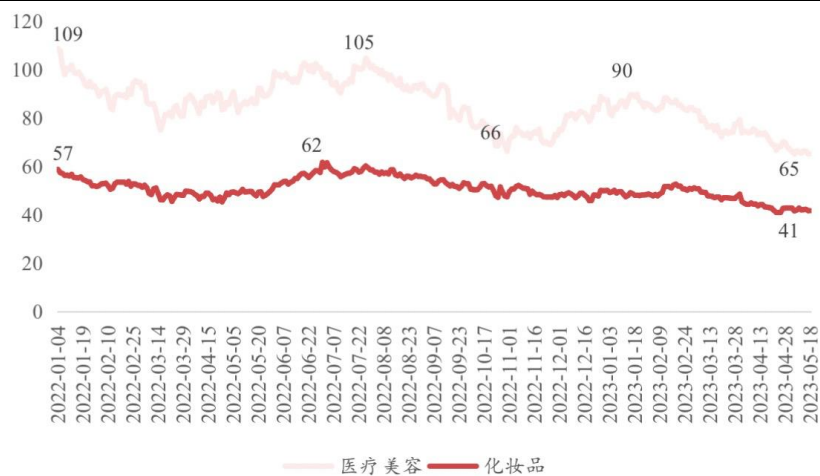
图表 3.2023Q1 美妆医美板块基金持股比例有所下降

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
化妆品	3.21%	4.19%	4.77%	4.32%	3.73%
医疗美容	2.38%	6.40%	4.17%	9.01%	4.33%

资料来源：万得，中银证券

**当前医美化妆品板块估值较低，后期有望恢复。**2023 年 2 月以来医美及化妆品板块 PE 呈现下滑走势，截止 2023 年 5 月 18 日，化妆品和医疗美容板块分别为 41 倍、65 倍，上半年化妆品零售弱复苏，行业表现分化，加上前期高估值，化妆品和医美板块估值在上半年逐步消化。

图表 4. 2023Q1 医美及化妆品板块估值较低



资料来源：万得，中银证券

## 1.2 电商流量红利进入瓶颈，各品牌精细化运营推进

**龙头公司线上收入占比较高，当前线上收入增速有所放缓。**占比方面，化妆品行业各公司线上渠道收入占比较高，贝泰妮、珀莱雅、水羊股份线上收入占营业收入比重达到 80% 以上，2022 年丸美股份线上渠道建设取得有效突破，线上收入较 2021 年提升 21.06%，占比上升 14.34pct 至 71.85%。增速方面，剔除 2022 年宏观经济影响，总体上各公司线上收入仍呈上升趋势，但随线上流量红利减弱，收入增速略有放缓。目前传统电商平台收入增长放缓，淘宝天猫、京东平台 2022 年 GMV 增速放缓，较 2021 年分别下降 7.3pct、20.6pct，在此背景下龙头公司传统平台业务承压。

图表 5.龙头公司线上收入占比较高，当前线上收入增速有所放缓

		2020	2021	2022
贝泰妮	线上收入（亿元）	21.72	33.00	40.28
	线上增速	46.38%	51.94%	22.06%
	占营业收入比重	82.37%	82.04%	80.33%
珀莱雅	线上收入（亿元）	26.24	39.24	57.88
	线上增速	58.59%	49.54%	47.50%
	占营业收入比重	69.93%	84.69%	90.64%
上海家化	线上收入（亿元）	29.76	32.11	27.87
	线上增速	15.24%	7.87%	(13.21%)
	占营业收入比重	42.32%	41.99%	39.21%
水羊股份	线上收入（亿元）	33.48	44.17	42.68
	线上增速	55.67%	31.93%	(3.38%)
	占营业收入比重	90.11%	88.15%	90.37%
丸美股份	线上收入（亿元）	9.50	10.28	12.44
	线上增速	17.59%	8.17%	21.06%
	占营业收入比重	54.45%	57.51%	71.85%
拉芳家化	线上收入（亿元）	2.22	3.36	2.60
	线上增速	15.24%	51.06%	(22.59%)
	占营业收入比重	79.91%	30.50%	29.30%

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2022 年传统电商平台收入增长放缓（单位：亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022
阿里巴巴	48200.00	57270.00	65890.00	74940.00	79760.00
yoy	27.95%	18.82%	15.05%	13.74%	6.43%
京东	16769.00	20854.00	26125.00	32969.75	34816.06
yoy	29.54%	24.36%	25.28%	26.20%	5.60%

数据来源：阿里巴巴、京东公司公告，中银证券

注：阿里巴巴的财政年度截至当年 3 月 31 日

以抖音为代表的直播电商等新兴渠道崛起，2023Q1 增速表现优于传统综合电商平台。从销售额上看，各品牌在以京东、天猫淘宝为代表的传统电商平台上增速呈放缓趋势。从销量上看，各平台表现出分化。2023Q1 化妆品行业龙头公司在传统电商平台的销量较去年同期有所下降，而以抖音为代表的新兴渠道销量逆势增长。2023Q1 珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份在抖音平台销量较去年同期分别同比增长 49.36%/10.63%/27.53%/96.98%，同期京东平台上销量分别下降 13.38%/31.75%/16.10%/1.31%。除珀莱雅，2023Q1 主要公司在天猫淘宝销量较去年同期均有不同程度的下滑。总体来看，传统电商平台仍为各公司线上销售渠道主要组成部分，但新兴渠道发展迅速，增速亮眼。

图表 7.直播电商等新兴渠道崛起，2023Q1 销量增速表现优于传统电商平台（单位：件）

		2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
珀莱雅	抖音	-	-	1304252	1948023
	yoy	-	-	-	49.36%
	京东	552360	1129536	1165411	1009481
	yoy	(22.81%)	104.49%	3.18%	(13.38%)
	天猫淘宝	3480192	6683527	5166725	6101931
	yoy	27.89%	92.04%	(22.69%)	18.10%
上海家化	抖音	-	-	198434	219518
	yoy	-	-	-	10.63%
	京东	1697589	1570378	2312501	1578240
	yoy	28.38%	(7.49%)	47.26%	(31.75%)
	天猫淘宝	3447945	4072547	3504613	2874787
	yoy	(12.65%)	18.12%	(13.95%)	(17.97%)
水羊股份	抖音	-	-	434410	553992
	yoy	-	-	-	27.53%
	京东	570890	580693	391950	328841
	yoy	(22.98%)	1.72%	(32.50%)	(16.10%)
	天猫淘宝	2132305	2450657	1164697	899258
	yoy	(18.23%)	14.93%	(52.47%)	(22.79%)
丸美股份	抖音	-	-	505032	994823
	yoy	-	-	-	96.98%
	京东	433246	309052	330241	325910
	yoy	(22.65%)	(28.67%)	6.86%	(1.31%)
	天猫淘宝	1367281	984058	902720	891661
	yoy	5.49%	(28.03%)	(8.27%)	(1.23%)
鲁商发展	抖音	-	-	1310822	1296016
	yoy	-	-	-	(1.13%)
	京东	182139	293454	451064	601227
	yoy	17.35%	61.12%	53.71%	33.29%
	天猫淘宝	915227	2004068	3063126	2645710
	yoy	91.22%	118.97%	52.85%	(13.63%)

资料来源：通联数据，中银证券

**头部公司深入推进新兴渠道布局，成效显著。**当前，头部公司抓住新兴渠道流量红利，坚持多平台运营，通过持续强化品牌自播，重视达人合作，新渠道营收取得明显上升。2022 年全年贝泰妮在抖音平台销售额达 4.29 亿元，较 2021 年同比增长 86.23%，主要系其对新兴平台加大营销力度，同时在不同渠道对产品进行差异化布局。珀莱雅自 2020 年开始布局抖音渠道，2023 年 3 月珀莱雅分别取得抖音美妆行业品牌榜、店铺榜第 2、5 名。



图表 8.头部公司深入推进新兴渠道布局

贝泰妮	天猫	1) 深入推进直播业务，自播+达播赋能品牌营销与产品销售； 2) 薇诺娜借势天猫超级品牌日，联合明星、专家、达人传递护肤理念，推动种草心智与直播带货一体化，实现品牌破圈。
	抖音	1) 深入推进直播业务，以品牌产品为原点，持续高频自播； 2) 结合平台特点，聚焦、生产优质热门内容，加大营销投入。
珀莱雅	天猫	1) 持续夯实大单品矩阵战略，打造全网超级明星品牌单品； 2) 结合人货场，深度运营店铺会员、老客，提升会员、老客的复购率及客单价，提升一二线城市人群及价值用户渗透率； 3) 提升核心品类排名，抢占消费者心智； 4) 重视自播运营，提升品牌自播占比。
	抖音	1) 持续强化品牌自播及多矩阵账号运营； 2) 提高人群运营效率，同时加强会员和粉丝运营； 3) 优化升级产品结构，大幅提高大单品占比及店铺客单价。
华熙生物	天猫	深耕传统平台，在大促期间做好直营和分销渠道联合运营，共同贡献增长。
	抖音	1) 建立直播运营团队，同时保持与达人直播合作； 2) 提升视频内容输出质量，扩大对泛兴趣人群的触达； 3) 结合人货场，精准定位并沉淀目标人群，货盘差异化以适应渠道特性。
上海家化	天猫	1) 深化与平台的全方位合作，合作大牌日营销； 2) 持续精细化运营。
	抖音	1) 推进兴趣电商达播业务，达人矩阵建设基本完善； 2) 推动品牌自播； 3) 强化社交种草布局。
水羊股份	天猫	巩固与平台的深度合作关系。
	抖音	1) 与平台建立良好合作关系； 2) 提升品牌店铺数量； 3) 拓展达人合作。
丸美股份	天猫	1) 优化直播质量，推进自播，天猫直播渗透率明显提升； 2) 根据平台属性，以零售思维调整优化货盘。
	抖音	1) 推进品牌自播，2022 全年自播超过达播； 2) 根据平台属性，以零售思维调整优化货盘。
拉芳家化	天猫	持续夯实传统电商渠道，发挥传统渠道优势。
	抖音	1) 加大推广，依据新型电商平台特性不断优化和种草内容，引导品牌破圈； 2) 积极开拓短视频、直播和达人合作等渠道。
鲁商发展	天猫	1) 深耕传统电商平台，开设多家旗舰店； 2) 瓊尔博士采取多爆品策略，优化占比结构。
	抖音	1) 与平台进行深度合作，开设线上店铺； 2) 布局直播渠道； 3) 坚持生产深度优质内容，打响品牌知名度； 4) 聚焦优质达人合作。

资料来源：公司公告，中银证券

图表 9.头部公司深入推进新兴渠道布局，成效显著。



资料来源：抖音，中银证券

23Q1 除新渠道推广外，加大用户粘性和复购是维持稳健增长另一关键。随线上流量红利陷入瓶颈、行业内各公司加强线上渠道建设，线上销售渠道竞争日趋激烈，在此情形下为加强竞争力，龙头公司持续加强精细化运营，通过精准洞察和锁定目标人群、产品精准营销与投放、加强会员和私域运营等方式，致力于提升复购率和粉丝粘性，当前部分头部公司已取得一定成效。上海家化两大核心品牌复购率逐年上升，2022 年佰草集、玉泽复购率分别较 2021 年上升 4.49pct/4.45pct 至 46.10%/47.03%。2021 年-2022 年贝泰妮线上主要自营店铺两年复购率较 2020 年上半年有所上升。

图表 10.上海家化两大核心品牌复购率逐年上升

		2020 年	2021 年	2022 年
上海家化	佰草集	33.73%	41.61%	46.10%
	玉泽	36.36%	42.58%	47.03%

资料来源：公司公告，中银证券

注：①上海家化披露复购率计算公式为：当期复购率=重复购买客户数/当期总客户数。

图表 11.贝泰妮线上主要自营店铺两年复购率有所上升

		2019 年	2020 年 1-6 月	2021 年-2022 年
贝泰妮	薇诺娜天猫旗舰店	30.89%	21.44%	31.11%
	薇诺娜专柜服务平台	52.51%	43.58%	57.81%

资料来源：公司公告，中银证券

注：①2021 年-2022 年贝泰妮披露数据为两年复购率，即：以 2021 年至 2022 年作为一个期间，期间内购买次数大于 1 次的顾客数量占当期总顾客数量的比例。

### 1.3 行业未来转向爆品系列驱动，营销+产品缺一不可

线上流量陷入瓶颈的背景下，龙头化妆品公司享受线上高增长红利的模式或难以为继。消费者对产品功效及自身需求更加明确，叠加行业降速背景下品牌分化加大，这给龙头企业在加速产品研发布局方面提出了新要求，未来具有强竞争力的产品方可突围。我们认为，未来化妆品龙头公司需同时具备营销和产品的双重能力，在产品力及品牌力提升的背景下，持续打造爆品及爆品系列。

各公司在核心品类上布局，明星爆品策略初显成效：

**薇诺娜：**品牌定位敏感肌护肤，明星单品柔润保湿霜，舒敏保湿特护霜，清透防晒乳继续维持品牌大单品地位。薇诺娜自 2023 年 1 月份开始不断推出新品 3 月上旬推出新品频次高、数量多，涉及洁面、精华、气垫、冻干粉、面膜多个品类，4 月份推出的新品中主要以修护功能为主，涉及精华、修护液、面膜等品类，在品类和数量上均有大幅提升。同时薇诺娜子品牌薇诺娜 BABY 紧抓母婴赛道快速增长，坚持医研共创，持续放量；新品牌 AOXMED 专注抗衰，定位高端，完善差异化产品矩阵。

**复盖贝泰妮，多品牌矩阵不断搭建，前景广阔可期：**2023Q1 期间实现营收 8.63 亿，同比增长 6.78%。公司持续完善品牌差异化矩阵，积极推进渠道建设，为长期发展做奠基。Q1 期间毛利率略有降低，主要系公司加大活动营销力度。薇诺娜产品矩阵逐渐完善，子品牌完善公司业务圈，2023 年下半年放量可期。

图表 12. 冻干面膜、特护霜及防晒乳为薇诺娜三大核心产品

公司	品牌	排名	产品	销量
贝泰妮	薇诺娜	1	清透防晒乳	24 万+
		2	特护霜	19 万+
		3	柔润保湿霜	10 万+

数据来源：魔镜数据，天猫，中银证券

注：①数据统计时间为 2023.1.1-2023.4.30；②在品牌销量过万的单品中选取前三名整理而成；③同一产品的不同规格销量相加处理。

珀莱雅目前主打珀莱雅主品牌、彩棠美妆品牌的品牌矩阵。

**珀莱雅：**品牌打造大单品策略，目前已形成三大单品矩阵，包括双抗精华、红宝石精华和源力精华，并形成“早 A 晚 C”、“A+B+C”营销矩阵，带动大单品持续放量。2022 年度，珀莱雅品牌在天猫平台，精华品类排名第 1，面膜品类排名第 4，眼霜品类排名第 4，面霜品类排名第 9。在新品方面，3、4 月主品牌珀莱雅新品集中在面膜和美白精华，同时顺应春夏之交人们防晒黑晒伤的需求，推出云朵防晒。

**彩棠：**品牌依托化妆师个人 IP 快速成长，目前拥有修容盘、遮瑕盘和妆前乳三款核心产品。2022 年度，彩棠“三色修容盘”和“双拼高光盘”持续保持高光类优势，三色修容盘在天猫高光类目排名第 1，双色高光盘在天猫高光类目排名第 2；妆前乳在天猫隔离/妆前类目排名第 1；新推出的“三色遮瑕盘”在天猫遮瑕类目排名第 1；新推出的“定妆喷雾”，也已进入天猫定妆喷雾类目前 10。2023 上半年新品方面，彩棠积极推出多种新品，包括妆前乳和眼线笔等，新品包括一些小包装产品价格更低、有助于扩充消费者客群数量。

**悦芙缇：**品牌主要定位年轻人群体，专注于油皮肌肤护理。拥有核心产品：洁颜蜜洗面奶、油橄榄面膜等，新品主要推出面部清洁系列产品。

图表 13. 珀莱雅明星大单品继续维持核心产品地位

公司	品牌	排名	产品	销量
珀莱雅	珀莱雅	1	双抗精华面膜 2.0	37 万+
		2	双抗精华 2.0	35 万+
		3	红宝石面霜	27 万+
	彩棠	1	三色遮瑕盘	18 万+
		2	三色修容盘	17 万+
		3	妆前乳	13 万+
	悦芙媞	1	多酸泥膜	8 万+
		2	洁颜蜜	8 万+
		3	小雪糕防晒	2 万+

数据来源：魔镜数据，天猫，中银证券

注：①数据统计时间为 2023.1.1-2023.4.30；②在品牌销量过万的产品中选取前三名整理而成；③同一产品的不同规格销量相加处理。

图表 14. 珀莱雅收入实现持续走高，毛利率稳定增长

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023Q1
营业收入(亿元)	16.23	17.83	23.61	31.24	37.52	46.33	63.85	16.21
yoy (%)	(1.33)	9.83	32.43	32.28	20.13	23.47	37.82	29.27
毛利率 (%)	61.96	61.73	64.04	63.96	63.55	66.46	69.70	70.03
yoy (pct)	(1.90)	(0.23)	2.31	(0.08)	(0.41)	2.91	4.88	3.64

数据来源：万得，中银证券

**华熙生物：**华熙生物旗下拥有四大品牌（润百颜、夸迪、米蓓尔、BM 肌活），深耕功效性护肤品类，主打差异化大单品策略。2023 年上半年新品方面，润百颜新品涉及面膜、精华和面霜，主打修复和淡纹。夸迪推出防晒霜顺应春夏之交消费者防晒需求，同时推出眼霜新品。米蓓尔推出修护液、面膜、喷雾产品，主要为熬夜修护和补水等功能。肌活推出面膜和洁颜蜜。

**打造大单品矩阵，BM 突破品牌天花板：**2022 年华熙生物各品牌均完成了一个大单品或大单品系列的打造。继润百颜品牌之后，夸迪成为第二个收入超过 10 亿元的品牌，同时，BM 肌活糙米焕活精华水成为第一个年收入过 4 亿的单品，标志着品牌天花板被进一步打开。BM 肌活也由于其突出表现，2022 年实现收入 8.98 亿元，有望成为第三个收入迈入 10 亿元门槛的品牌。

图表 15. 2022 年 BM 肌活营收实现较好增长（单位：亿元）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
润百颜	3.42	5.65	12.29	13.85
yoy (%)	81.30	65.29	117.42	12.69
夸迪	0.64	3.91	9.79	13.68
Yoy (%)	339.60	513.29	150.19	39.73
米蓓尔	0.84	1.99	4.20	6.05
yoy (%)	383.64	136.32	111.12	44.05
BM 肌活	0.77	1.13	4.35	8.98
yoy (%)	343.78	45.71	286.21	106.44

数据来源：公司公告，中银证券

**上海家化：**公司电商渠道持续以精细化运营推动多平台布局，逐步消化过去对单一打法的依赖。主要品牌包括佰草集、玉泽、美加净、典萃、双妹等。

**佰草集：**持续聚焦新太极打造核心产品，太极系列定位精致白领妈妈，初步实现了品牌消费客群的迭代升级；升级新七白系列，扶植美白潜力赛道；上市双石斛保湿系列，为品牌招募更年轻的消费者。2023 年上半年佰草集新品则以洁面和护发为主。

**玉泽：**持续夯实品牌“医研共创”、“皮肤屏障自修护”的差异化定位。公司联手品牌首位实力代言人王濛，传递“屏实力 做自己”的品牌理念，吸引 UGC 沉淀，并结合多平台、多维度的口碑矩阵，持续招新。

图表 16. 佰草集、玉泽核心产品系列

公司	品牌	排名	产品	销量
上海家化	佰草集	1	新七白面膜	3 万+
		2	吸吸水	1 万+
	玉泽	1	屏障修护面霜	13 万+
		2	屏障修护护肤水	3 万+
		3	屏障修护身体乳	1 万+

数据来源：魔镜数据，天猫，中银证券

注：①数据统计时间为 2023.1.1-2023.4.30；②在品牌销量过万的产品中选取前三名整理而成；③同一产品的不同规格销量相加处理。

**巨子生物可复美：**品牌主打胶原棒及胶原贴两款产品，胶原棒斩获“2022 美丽修行年榜”精华榜 Top10，以及“2022 瑞丽潮流大番榜”年度王牌修护精华。2022 年可复美总共实现收入 16.13 亿元，同比增长 79.7%。

图表 17. 可复美明星产品销量

公司	品牌	排名	产品	销量
巨子生物	可复美	1	胶原棒	17 万+
		2	柔肤水	8 万+
		3	冰淇淋涂抹面膜	2 万+

数据来源：魔镜数据，天猫，中银证券

注：①数据统计时间为 2023.1.1-2023.4.30；②在品牌销量过万的单品中选取前三名整理而成；③同一产品的不同规格销量相加处理。

图表 18. 可复美明星产品



资料来源：公司官网，中银证券

**鲁商发展：**公司积极构建化妆品全产业链，启动美妆品牌智能孵化平台；抢抓渠道发展红利，重点布局抖音渠道，策划多起有影响力的品牌活动，助力销量增长。2022 年，化妆品业务实现营业收入 19.69 亿元，同比增长 31.68%。其中，颐莲品牌全年实现营业收入 7.1 亿元，同比增长 10.32%；瑗尔博士品牌全年实现营业收入 10.58 亿元，同比增长 42.25%。2023 年上半年新品方面，推出面霜新品，以玻尿酸为主要成分，强化玻尿酸护肤优势。



图表 19. 益生菌系列成瑗尔博士核心产品、颐莲推出玻尿酸补水产品系列

公司	品牌	排名	产品	销量
鲁商发展	瑗尔博士	1	洁颜蜜	41 万+
		2	益生菌面膜	26 万+
		3	益生菌卸妆膏	8 万+
	颐莲	1	玻尿酸补水喷雾	41 万+
		2	玻尿酸补水喷雾 2.0	7 万+
		3	玻尿酸补水面霜	2 万+

数据来源：魔镜数据，天猫，中银证券

注：①数据统计时间为 2023.1.1-2023.4.30；②在品牌销量过万的产品中选取前三名整理而成；③同一产品的不同规格销量相加处理。

图表 20. 鲁商发展化妆业务营业收入持续高增，毛利率保持稳定

	2019	2020	2021	2022
营业收入(亿元)	3.13	6.89	14.95	19.69
yoy (%)	41.84	119.83	117.01	31.68
毛利率 (%)	61.09	59.14	63.68	60.97
yoy (pct)	(1.13)	(1.95)	4.54	(2.71)

数据来源：万得，中银证券

化妆品零售复苏背景下，各品牌积极布局新兴电商、精细化运营，大单品市场认可度不断提升，龙头企业有望持续受益。随着消费者信心的恢复，预计 2023H2 零售端进一步恢复。在此背景下，头部公司深入推进新兴渠道布局，加强精细化运营，注重复购率。在电商流量增速放缓，各平台竞争加剧大背景下，持续打造核心品类产品及大单品系列，营销与研发双管齐下，消费者粘性增加，是保证未来长期稳健增长，提升市占率的重要前提。



## 二、医美行业：核心产品成为增长新动能

### 2.1 短期线下客流有所恢复，长期有望持续释放动能

**2023Q1 随线下消费复苏医美终端逐渐恢复，预计 2023Q2 呈整体改善。**在客流积压和需求释放推动下，**朗姿股份 2023Q1 医疗美容业务实现 30.68% 高增长**，收入为 4.59 亿元。美丽田园 2023Q1 门店扩张纳新，经营数据恢复较好。美妆医美作为典型可选消费，以后复苏需要时间和场景的铺垫，预计 2023Q2 受益于五一和暑期等节假日，整体将呈现进一步改善趋势。

**国内医美市场增速高于全球，非手术类增速领先。**2021 年我国医美市场规模达 1891 亿元，4 年 CAGR 达 17.47%，增速远高于同期全球医美市场 3.02% 的复合增速，表现出我国医美市场强劲增长势头。细分来看，2021 年我国非手术类医美市场规模已达到 977 亿元，4 年 CAGR 24.94%，成为我国医美市场增长主动力。据新氧数据，2019 年注射类项目占轻医美市场规模达 85.06%，成为消费者首选项目。

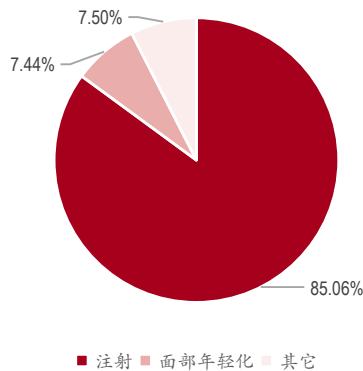
图表 21. 非手术类医美助推我国医美市场快速增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国医美市场规模	993	1217	1436	1549	1891	2267	2666	3093	3529
yoy	/	22.56%	18.00%	7.87%	22.08%	19.88%	17.60%	16.02%	14.10%
其中：非手术类	401	500	600	773	977	1207	1461	1750	2046
yoy	/	24.69%	20.00%	28.83%	26.39%	23.54%	21.04%	19.78%	16.91%
其中：手术类	592	717	836	776	915	1061	1205	1343	1483
yoy	/	21.11%	16.60%	(7.18%)	17.91%	15.96%	13.57%	11.45%	10.42%
全球医美市场规模	8806	9534	10423	8785	9919	11326	12957	14546	16128
yoy	/	8.27%	9.32%	(15.72%)	12.91%	14.18%	14.40%	12.26%	10.88%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

注：为了保证数据可比，我们按照 1 美元=7 人民币换算，统一货币单位

图表 22. 2019 年注射类占非手术类医美市场规模约 85%



资料来源：新氧，中银证券

#### 2.1.1 2023Q1 医美主要公司收入回顾：医美机构营收改善，盈利能力持续分化

**线下流量恢复，医美机构营收改善。**随疫情恢复，医美线下机构客流逐步恢复，同时医美机构积极举办促销活动，行业整体收入向好。2023Q1 朗姿股份（医美收入）/奥园美谷/华熙生物/爱美客同比增长 30.68%/4.32%/4.01%/46.30% 至 4.59 亿元/3.26 亿元/13.05 亿元/6.30 亿元。

**2023Q1 毛利率持续分化，爱美客、奥园美谷毛利率延续上行趋势。**爱美客由于高毛利单品占比增加，2023Q1 整体毛利率较去年同期增加 0.84pct 至 95.29%，盈利能力稳中向好。朗姿股份、华熙生物、昊海生科、华东医药 2023Q1 毛利率均较去年同期有所下滑。2023Q1 医美大盘整体销售仍具有一定压力，在复苏初期仍需要活动促销，产品优惠的方式加大销售，随着医美消费场景的逐步恢复，预计大盘毛利率水平有望回升。

图表 23.头部医美企业收入基本企稳

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
朗姿股份	营业收入(亿元)	8.94	9.15	8.55	12.14	11.39
	Yoy (%)	0.26	1.95	(0.73)	2.73	21.31
	毛利率 (%)	58.29	56.89	56.92	57.83	56.39
	Yoy (pct)	4.82	(2.32)	0.64	(0.99)	(1.90)
	总费用率 (%)	57.49	56.03	57.60	54.65	50.63
	Yoy (pct)	5.13	1.18	3.10	(1.01)	(6.86)
奥园美谷	净利润 (亿元)	(0.02)	0.11	0.08	0.10	0.57
	Yoy (%)	(106.37)	(80.23)	(87.25)	(86.35)	662.65
	营业收入(亿元)	3.12	4.37	3.42	2.65	3.26
	Yoy (%)	(48.56)	(21.98)	24.28	80.24	4.32
	毛利率 (%)	23.00	17.55	29.62	30.28	27.94
	Yoy (pct)	(0.74)	(14.28)	14.57	64.92	4.94
华熙生物	总费用率 (%)	35.88	24.83	29.82	42.38	31.97
	Yoy (pct)	5.26	(0.53)	(17.83)	(147.96)	(3.91)
	净利润 (亿元)	(0.39)	(0.40)	(0.14)	(14.85)	(0.20)
	Yoy (%)	(229.69)	(295.60)	(108.82)	(207.71)	54.30
	营业收入(亿元)	12.55	16.81	13.85	20.39	13.05
	Yoy (%)	61.57	44.89	28.76	5.34	4.01
爱美客	毛利率 (%)	77.13	77.66	76.80	76.49	73.78
	Yoy (pct)	(1.56)	0.27	(0.78)	(2.00)	(3.35)
	总费用率 (%)	57.62	58.73	59.66	61.09	58.89
	Yoy (pct)	3.94	(3.15)	(1.61)	(2.43)	1.27
	净利润 (亿元)	2.00	2.73	2.04	2.94	2.01
	Yoy (%)	31.07	31.38	4.86	32.71	1.68
爱美客	营业收入(亿元)	4.31	4.54	6.05	4.49	6.30
	Yoy (%)	66.07	21.41	55.15	5.80	46.30
	毛利率 (%)	94.45	94.33	94.94	95.63	95.29
	Yoy (pct)	1.95	0.56	0.92	1.56	0.84
	总费用率 (%)	21.38	15.52	17.62	32.67	22.83
	Yoy (pct)	0.37	0.16	0.41	7.43	1.45
爱美客	净利润 (亿元)	2.80	3.11	4.01	2.76	4.13
	Yoy (%)	64.03	22.05	41.55	10.72	47.44

资料来源：公司公告，中银证券

### 2.1.2 未来展望：轻医美市场将保持快速渗透的态势

轻医美用户规模 2025 年有望达到 2,820 万人，为 2021 年的 1.56 倍。轻医美市场用户年龄集中在 20-54 岁城镇人群，根据第七次人口普查数据，2020 年 20-54 岁男性/女性占全国人口比重分别为 20.52%/18.89%，结合 2020 年中国城镇化率 63.89%，计算出 2020 年 20-54 岁男性/女性人口数分别为 2.36/2.23 亿人。据艾媒咨询，轻医美用户中 73.3% 为女性，26.7% 为男性，因此可以计算出 2020 年轻医美男性/女性客户分别为 406/1114 万人，可得 20-54 岁城镇男性/女性渗透率为 1.72%/4.99%。考虑到人均可支配收入稳步向上、供给产品日益丰富、营销方式愈加多元化等多维度共同促进具有消费能力和消费需求的居民向轻医美用户转化。若假设 2025 年男性/女性渗透率提升至 2.97%/9.49%（考虑前期行业渗透率增速较快，2020 年后渗透率增速或有一定放缓，基于 2016-2020 年男性/女性渗透率增速为 0.4pct/1.3pct，假设 2020-2025 年男性/女性渗透率以 0.25pct/0.9pct 速度提升）、20-54 岁城镇男性和女性人数保持 2020 年不变，则对应 2025 年用户规模有望实现 2,820 万人，为 2021 年规模人数约 1.56 倍。

图表 24.2021 年轻医美用户画像



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 25.轻医美用户规模快速增长（单位：万人）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
用户规模	280	400	740	1,120	1,520	1,813
yoy	-	42.86%	85.00%	51.35%	35.71%	19.28%

资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 26.不同年龄段轻医美用户比例

	22 岁以下	23-27 岁	28-32 岁	33-42 岁	43 岁以上
轻医美用户年龄比例	19%	36%	24%	17%	4%

资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 27.预计 2025 年轻医美用户有望达 2021 年的 1.56 倍（人数单位：万人）

	2017	2018	2019	2020	2021	2025E
总人口数	140,011	140,541	141,008	141,212	141,260	141,212
城镇化率	58.52%	59.58%	60.60%	63.89%	64.72%	63.89%
20-54 岁城镇男性人数	23,179	23,102	23,208	23,647		23,647
20-54 岁城镇女性人数	22,270	22,173	22,243	22,311		22,311
轻医美消费人数	400	740	1,120	1,520	1,813	2,820
轻医美男性消费人数	107	198	299	406		
轻医美女性消费人数	293	542	821	1,114		
20-54 岁城镇男性渗透率	0.46%	0.86%	1.29%	1.72%		2.97%
20-54 岁城镇女性渗透率	1.32%	2.45%	3.69%	4.99%		9.49%

资料来源：艾媒咨询，国家统计局，中银证券测算

注：2017-2019 年 15-44 岁城镇男性、女性按抽样结果计算

**新产品持续推出+客户粘性强，带动消费频次提升。**繁忙的工作节奏下，风险小、恢复快的轻医美方式更受求美者的青睐。注射类医美产品的持续时间普遍为 4-12 个月，据艾媒咨询，超 85%轻医美用户定期治疗以保持长期效果。同时随着产品种类日益丰富，多样化产品类型可以更好适配消费者需求，人均诊疗次数有望提升，综合轻医美总消费人数提升，未来轻医美消费总次数将不断向上，预计 2025 年轻医美治疗次数达 5560 万次，4 年 CAGR17.98%。

图表 28.超 80%轻医美用户周期性治疗

	每月一次	每季度一次	半年一次	一年一次	仅一次	其他
轻医美用户占比	7.1%	18.6%	36.1%	23.6%	12.8%	1.7%

资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 29.未来 5 年轻医美治疗次数有望不断提升（单位：万次）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
轻医美治疗次数	2,270	2,870	3,420	4,080	4,810	5,560
yoy	29.71%	24.23%	21.28%	19.30%	17.89%	15.59%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

产品多样化程度及人均消费频次提高，国产替代势头不减，人均消费单价略有下降。据 Frost & Sullivan，由轻医美市场终端总消费金额和总诊疗次数可计算得到 2017-2021 年国内轻医美市场人均单次消费金额呈小幅下降趋势。一方面源于国产高性价比产品不断推陈出新，对市场原有高价位产品替代作用不断增强；另一方面，消费频次的提高也会在一定程度上影响单次消费金额。

图表 30.中国轻医美市场人均单次消费金额呈现下滑态势（单位：元）

	2017	2018	2019	2020	2021
人均单次消费金额	3486.96	3448.28	3428.57	3405.29	3464.54
yoy		(1.11%)	(0.57%)	(0.68%)	1.74%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

消费人次+消费频次+消费替代的三重利好下，轻医美市场规模有望持续提升，据爱美客招股书，预计 2025 年轻医美市场规模达 2046 亿元，4 年 CAGR20.30%。长期来看，随疫情常态化管理、求美意识提升及新品持续推出，轻医美市场存在较大修复空间，我们持续看好轻医美市场，细分板块来看：1) 玻尿酸注射；2) 胶原蛋白注射；3) 再生针剂三方面值得关注。

图表 31.轻医美市场规模和治疗次数高速增长

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
轻医美市场规模(单位:亿元)	401	500	600	773	977	1207	1461	1750	2046
yoy	/	24.69%	20.00%	28.83%	26.39%	23.54%	21.04%	19.78%	16.91%
轻医美治疗次数(单位:万次)	1150	1450	1750	2270	2820	3420	4080	4810	5560
yoy	/	26.09%	20.69%	29.71%	24.23%	21.28%	19.30%	17.89%	15.59%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

## 2.2 玻尿酸赛道仍是关键，胶原蛋白潜力有望释放

### 2.2.1 玻尿酸注射领域：差异化产品适配消费者多元化需求

份额和增速双高，玻尿酸是轻医美市场主要产品领域。2021 年我国玻尿酸类注射市场规模达 217 亿元，占国内注射市场规模 51.18%，4 年 CAGR17.46%，呈现占比和增速双高的态势，为轻医美市场主要产品。受益于差异化产品、强适配性及高市场接受度，预计至 2027 年玻尿酸类注射市场规模达到 612 亿元，6 年复合增速达 18.85%。

图表 32.美容注射市场规模不断扩大，玻尿酸市场份额超一半（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国美容注射市场	206	257	309	330	424	532	654	788	935	1,091	1,255
Yoy		24.76%	20.23%	6.80%	28.48%	25.47%	22.93%	20.49%	18.65%	16.68%	15.03%
其中：玻尿酸	114	139	164	172	217	269	327	391	460	534	612
Yoy		21.93%	17.99%	4.88%	26.16%	23.96%	21.56%	19.57%	17.65%	16.09%	14.61%
占比	55.34%	54.09%	53.07%	52.12%	51.18%	50.56%	50.00%	49.62%	49.20%	48.95%	48.76%

资料来源：巨子生物招股书，中银证券

玻尿酸产品种类日渐丰富，竞争日趋激烈。玻尿酸类注射产品受益于产品矩阵丰富，作用部位多样及价格覆盖广泛，已成为我国首要的美容注射产品。在玻尿酸市场的品牌布局方面，截至 2021 年底市场已有超 17 家国内外企业在约 50 种玻尿酸产品，竞争较为激烈。

图表 33. 玻尿酸注射领域的主要产品

公司名称	国家/地区	部分产品的商品名	首款产品取得国内医疗器械注册证书时间
Q-Med AB	瑞典	瑞蓝II	2008.12
爱美客技术发展股份有限公司	中国	逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体、逸美一加一	2009.10
华熙生物科技股份有限公司	中国	润百颜、润致	2012.07
LG Life Science, Ltd.	韩国	伊婉	2013.07
上海昊海生物科技股份有限公司	中国	海薇、姣兰	2013.09
北京蒙博润生物科技有限公司	中国	舒颜	2014.02
科妍生物科技股份有限公司	中国台湾	法思丽	2014.04
Humedix Co., Ltd.	韩国	艾莉薇	2015.01
Allergan	美国	乔雅登	2015.05
杭州协和医疗用品有限公司	中国	欣菲聆	2015.07
和康生物科技股份有限公司	中国台湾	肤美登	2016.04
CROMA GmbH	奥地利	Princess Volume	2017.05
山东凯乐普生物工程有限公司	中国	玻菲	2017.07
常州药物研究所有限公司	中国	碧萃诗	2018.03
大熊制药	韩国	婕尔	2019.03
菲洛嘉	法国	Art Filler	2019.11
吉诺斯	韩国	莫娜丽莎	2019.12

资料来源：爱美客招股说明书，中银证券

国产替代趋势凸显，具有核心产品的企业表现亮眼。2021 年爱美客、华熙生物、昊海生科合计在我国医美玻尿酸填充市场销售量、销售额占比 61.30%、32.80%，同比 2020 年分别同比增长 13.50pct、6.60pct，国产替代趋势凸显。国产品牌销售量与销售额份额的差异主要是由于国产玻尿酸注射产品价格偏低，主打大众化市场。在较为激烈的竞争中，拥有核心产品的企业才能突出重围，比如艾尔建拥有高端玻尿酸填充产品乔雅登。

图表 34. 进口厂商份额有所下滑，国牌替代崛起

中国医美玻尿酸填充剂市场各品牌销售量占比								
	爱美客	华熙生物	昊海生科	韩国 LG	美国艾尔建	瑞典 Q-Med	韩国 Humedix	其他
2020 年	27.20%	12.80%	7.80%	20.60%	4.40%	6.60%	5.10%	15.40%
2021 年	39.20%	11.70%	10.40%	7.50%	5.00%	4.90%	4.20%	17.10%
中国医美玻尿酸填充剂市场各品牌销售额占比								
	美国艾尔建	韩国 LG	爱美客	瑞典 Q-Med	华熙生物	韩国 Humedix	昊海生科	其他
2020 年	20.50%	14.80%	14.30%	12.70%	8.90%	5.10%	3.00%	20.70%
2021 年	23.80%	5.60%	21.30%	9.10%	7.80%	4.10%	3.70%	24.60%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

注：占比为基于出场价计算的销售额占比

新政策出台，助推水光针市场规范发展。国家药监局于 3 月 30 日修订《医疗器械分类目录》，要求“水光针”需按 III 类医疗器械监管，目前我国仅 6 款水光针产品持有 III 类证，分别为华熙生物的润致娃娃针，爱美客的“嗨体”系列和冬活泡泡针，瑞典 Q-Med 的瑞蓝唯缇，双美的肤柔美，以及锦波生物的薇旖美。市场上其余产品目前只有妆字号批文，而械字号 III 类证审批周期需要约 20-33 个月，严监管下提高了行业进入门槛，出清不合规产品，利好头部已获证产品。



图表 35.国内仅 6 款水光针产品持III类证

	华熙生物	爱美客		瑞典 Q-Med	双美生物	锦波生物
	润致娃娃针	“嗨体”系列	冬活泡泡针	瑞蓝唯琨	肤柔美	薇旖美
主要成分	HEC 高效交联的 HA+利多卡因	非交联 HA+氨基酸+肌肽+维生素	非交联 HA+氨基酸+肌肽+维生素	交联 HA	非凝固性胶原蛋白	重组III型胶原蛋白
使用范围	面部真皮组织浅层到中层注射以纠正皱纹	用于皮内真皮层注射填充，以纠正中重度皱纹	用于皮内真皮层注射填充，以纠正中重度皱纹	手背部、面部、颈部	面部细纹	面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹
主要作用	补水、紧致、平纹，适合熬夜肌肤	补水、填充眼周、太阳穴、颈部皱纹、法令纹或面部松弛处	补水、填充眼周、太阳穴、颈部皱纹、法令纹或面部松弛处	去皱、补水、淡化疤痕	去皱、提亮肤色、改善肤质	去皱
参考均价	2330 元	1500-2750 元	1500 元	6800 元	5300 元	6800 元

资料来源：公司官网、新氧 APP、中银证券

\*注：以上价格仅供参考

头部厂商加紧赛道布局，在研产品储备丰富。爱美客、华熙生物、昊海生科、QMED、LG 等公司积极进行在研产品研发，以抓住玻尿酸市场持续发展机遇。

图表 36.头部企业主要在研产品

公司名	在研产品名	功效	进展
华熙生物	注射用修饰玻尿酸钠凝胶	/	小试
	交联玻璃酸钠注射液的开发-交联玻尿酸粉末 II	/	结题
	交联玻璃酸钠注射液的开发-交联玻尿酸柔珠	/	结题
	玻尿酸钠凝胶-交联玻尿酸钠凝胶	/	临床
	注射用修饰 HAFHNJ	/	中试
	动能素	/	小试
	交联玻璃酸钠注射液的开发-注射用玻尿酸钠复合溶液	/	临床
昊海生科	交联玻璃酸钠注射液的开发-交联玻尿酸复合溶液	/	结题
	线性精密交联水光注射剂	有利于细胞的迁移与增殖	临床前研究
	加强型水光注射剂	体内注射美容填充材料	临床试验
爱美客	无痛交联注射用交联玻尿酸钠凝胶	深层填充同时疼痛降低	注册检验
	医用玻尿酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	增加新填充部位的适应症	临床试验
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的修饰玻尿酸钠凝胶	增加额部填充适应症	临床试验
	注射用玻尿酸酶	眼科手术、药物扩散等	临床前在研

资料来源：公司公告，中银证券

## 2.2.2 胶原蛋白注射领域：技术突破，应用场景快速拓展

天然胶原蛋白在美白、填充和修复方面拥有独特优势。动物源性胶原蛋白呈现乳白色，注射后起到天然亮白的效果，同时胶原蛋白的代谢产物能阻止黑色素产生，从根源达到美白效果。相较于玻尿酸，胶原蛋白具有不吸水膨胀、不位移和不透光的优点，在软组织少、皮肤较薄的部位填充效果突出，因此目前普遍用于眼周、法令纹等部位。同时胶原蛋白能刺激体内胶原再生修复，使得胶原蛋白注射的恢复时间显著短于其他类注射产品。

胶原蛋白类注射市场规模增速高于注射类市场整体增速。2021 年我国胶原蛋白类注射市场规模达 37 亿元，4 年 CAGR 为 23.32%，高于注射类医美市场整体增速（yoy+19.78%），相较于 2017 年，市场占比提升 0.96pt 至 8.73%。



图表 37.胶原蛋白类注射市场规模快速增长（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021
中国美容注射市场	206	257	309	330	424
yoy		24.76%	20.23%	6.80%	28.48%
其中：胶原蛋白	16	21	26	28	37
yoy		31.25%	23.81%	7.69%	32.14%
占比	7.77%	8.17%	8.41%	8.48%	8.73%

资料来源：巨子生物招股书，中银证券

图表 38.胶原蛋白更具美白、精细化填充和再生修复方面的优势

	玻尿酸	胶原蛋白
分子结构	基本双糖单位	三股螺旋肽链
分子量大小	10kDa 到 1000kDa	约 300kDa
对皮肤的主要功能	保水作用；HA 含量减少引起皮肤粗糙、失去弹性及出现皱纹	支撑作用；胶原蛋白含量减少引起皮肤松弛下垂、失去弹性并出现皱纹
成年人体内含量	约为 15g	约为 3 公斤
提取方法	1. 动物组织分离提纯 2. 微生物发酵醇沉淀法 3. 化学合成，采用天然酶聚合反应	1. 动物源性胶原蛋白：天然提取法（酶解法、中性盐法和酸解法） 2. 重组性胶原蛋白：基因工程法，其中表达体系包括微生物、动物、植物
生产难度	较低。双糖单元结构较简单，生产技术较成熟	较高。因胶原蛋白肽链长和三股螺旋缠绕结构复杂多样的特点，限制重组胶原蛋白填充剂的发展
化学改性技术	较成熟。通过成醚反应来实现交联改性	较不成熟。易出现交联剂残留导致细胞毒性、钙化及生物相容性不佳问题
注射部位的范围	可注射部位更多，除面部凹陷部位外，还可用于骨性部位如山根、额头、太阳穴等	可注射部位更少。适合填充软组织少、皮肤较薄的精细化部位，如眼周泪沟；或高表情区，如法令纹
注射部位的限制	不适合填充软组织多（容易肿胀）或皮肤较薄区域（丁达尔现象）	不适合填充软组织大量缺失的部位
凝血性	无	有，注射后恢复快
塑性效果	较差，注射后或会位移肿胀，不自然	较好，不易位移或肿胀，效果自然
维持时间	较长，6-24 个月	较短，一般 3-12 个月
支撑能力	较好	较好
保湿能力	1: 500 强补水能力	1: 30 较强补水能力
除皱能力	针对细纹及凹陷	针对因衰老引起的皮肤松弛
美白能力	几乎没有	有一定的美白效果
皮肤再生修复能力	不能刺激体内玻尿酸再生，不能修复皮肤屏障	能刺激体内胶原再生，促进皮肤修复
水溶性	较高，容易出现过度水溶	较低，不易出现过度水溶
储存要求	常温保存	动物胶原蛋白需冷链保存
过敏风险	1. 可能有过敏反应：如荨麻疹、皮症瘙痒感等 2. 可通过注射相关酶迅速降解（效果可逆）	1. 注射动物胶原蛋白可能有过敏反应 2. 不可通过注射相关酶迅速降解（效果不可逆）
可降解性	能在人体内降解并转化为水分	能在人体内降解并转化为氨基酸
价格	较低（价格范围广）	较高（高定价策略）
获批品牌	多	少
目标客群	追求高性价比比塑性效果	追求自然抗衰效果

资料来源：创尔生物招股书，新氧 APP，柠檬爱美，中银证券

国内胶原蛋白注射领域批证严格，目前仅 6 款产品获批。胶原蛋白类注射产品获证门槛高，限制市场产品丰富度，同时价格普遍较高，性价比相对较低。国内只有 4 家公司的 6 款产品获批，分别是双美生物的肤柔美、肤丽美和肤力原，汉福生物的爱贝芙、长春博泰的弗缦以及锦波生物的薇旖美。动物源性胶原蛋白在填充领域优势突出，重组类胶原蛋白首次注射领域。

图表 39.中国合规胶原蛋白填充产品有限，动物源性胶原蛋白占主体

	台湾双美			汉福生物	长春博泰	锦波生物
	肤柔美	肤丽美	肤力原	爱贝芙	弗缦	薇旖美
管理类别	第三类	第三类	第三类	第三类	第三类	第三类
首次获批时间	2009 年	2017 年	2019 年	2012 年	2012 年	2021 年
产地	进口	进口	进口	进口	国产	国产
主要成分	I 型猪胶原蛋白	凝固 I 型猪胶原蛋白	凝固 I 型猪胶原蛋白+利卡多因	PMMA 微球+牛胶原蛋白+利卡多因	牛胶原蛋白+利卡多因	重组 III 型胶原蛋白
参考均价	5,300 元	13,800 元	-	13,700 元	12,800 元	6800 元
持续时间	3 个月	3-12 个月	-	5-10 年	3-6 个月	6 个月
注射部位	额头纹、眉间纹和鱼尾纹	泪沟、太阳穴、鼻唇沟皱纹	鼻唇沟皱纹	鼻唇沟皱纹或隆鼻	鼻唇沟皱纹	面部真皮组织

资料来源：国家药监局，新氧 APP，公司官网，中银证券

技术发展利好下，动物源性胶原蛋白致敏问题有效改善，重组胶原蛋白优势突出，有望共推胶原蛋白市场快速成长。动物胶原蛋白提取技术成熟，其免疫抗性大幅降低，如双美的 ZDT 酵素处理技术能有效去除致敏端肽，降低致敏风险。重组胶原蛋白利用基因工程技术，根据人源胶原蛋白基因进行设计和修饰，降低了免疫原性和致敏性，增强了水溶性和可修饰性，提高燃点也使得重组胶原蛋白更易运输和保存，并且，重组胶原蛋白可通过大规模量产降低成本，进一步降低产品价格。**技术突破下，各大企业加速胶原蛋白注射领域研发布局，有望助推该市场未来发展，据 Frost & Sullivan 测算，预计 2027 年胶原蛋白类注射市场规模有望达到 137 亿元，为 2021 年的 3.70 倍，6 年 CAGR24.38%。**

图表 40.各公司加速布局重组胶原蛋白

公司	名称	研发阶段	适应症
巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂	临床阶段	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品(主要针对面部皮肤)
	重组胶原蛋白固体制剂	临床阶段	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品(主要针对面部皱纹，如抬头纹、鱼尾纹)
	重组胶原蛋白凝胶交联	产品开发	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品(主要针对中度至重度的颈纹)
	重组胶原蛋白凝胶	产品开发	用于抗衰老的皮内及皮下恢复肌肤活力的产品(主要针对中度至重度法令纹)
昊海生科	智能交联胶原蛋白填充剂	临床前研究	通过体内环境智能调节交联技术,使得胶原蛋白填充剂具有优秀的组织融合性和体内维持时间
锦波生物	人源化胶原蛋白	实验室研究	具有良好的吸水性及细胞修复再生功能，可起到隔离、修复再生、止血的作用，也可用于改善皮肤干燥、毛孔粗大、皮肤老化等皮肤问题
创尔生物	动物源性医用胶原材料	-	医美方面:利用天然胶原的优良生物兼容性与诱导组织再生能力，用于面部皱纹组织或凹陷性组织的重塑,对痤疮等引起的凹陷性瘢痕等皮肤缺陷起到改善作用。也可与公司其他产品尤其是胶原基修复产品组合使用
创建医疗	重组胶原蛋白 (III III型)	-	-
聚源生物	重组胶原蛋白 (III型)	-	-
暨源生物	类人重组胶原蛋白	-	-

资料来源：各公司年报，药监局，中银证券

图表 41.胶原蛋白类注射市场规模 2026 年有望破百亿（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
胶原蛋白注射市场规模	37	51	65	81	98	117	137
yoy	32.14%	37.84%	27.45%	24.62%	20.99%	19.39%	17.09%

资料来源：巨子生物招股书，中银证券

### 2.2.3 再生针剂领域：新概念引入，迈入自体胶原再生领域

再生概念引入，从填充向自体再生转变。再生针剂可分为骨性材料和 PLLA 材料（左旋乳酸微球）两种类型。PLLA 材料和骨性材料通过诱导免疫反应，可以刺激细胞胶原蛋白的再生，且两种材料在人体内代谢缓慢，能达到长效抗衰、塑形的效果。同时这两种材料都可以与玻尿酸混合，达到及时起效，长期维持的自然美容效果，从而改善传统注射产品持续时间较短的问题。

图表 42.再生针剂作用（以童颜针为例）



资料来源：嘉华国际，中银证券

再生针剂与玻尿酸、胶原蛋白针剂作用方向各异，效果相互补充。再生针剂能促进人体自身胶原蛋白的形成，达到长期、自然的效果，但效果不可逆，适用于要求较高的塑形，需要在与医生建立长期合作后使用，价格相较于普通玻尿酸针剂较高，适合进阶型医美消费。再生针剂与普通玻尿酸、胶原蛋白试剂应用层次不同有利于三类产品在注射市场的相互补充、互相促进。

叠加新产品陆续获批，再生针剂市场增长势头强劲。目前国内合规产品有圣博玛的艾维岚，爱美客的濡白天使，以及华东医药的少女针。未来随爱塑美、sculptura 等再生针剂获批上市，叠加消费者认可度提升，再生针剂在目前低基数的背景下有望实现快速扩容，据爱美客招股书，预计 2025 年再生针剂市场规模达 14.59 亿元，为 2021 年的 13.11 倍，4 年 CAGR90.27%。

图表 43.中国合规再生针剂情况

	合规产品		
	PLLA 材料	骨性材料	
	圣博玛	爱美客	华东医药
产品名称	艾维岚	濡白天使针	伊妍仕少女针
主要成分	聚左旋乳酸微球 (PLLA)	聚左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+玻尿酸	聚己内酯(PCL)微球+水性羧甲基纤维素(CMC)凝胶
作用效果	渐进方式改善脸部衰老	去皱、抗初老、面部立体	面部填充、立体塑性
作用部位	避开鼻子和下巴，适合脸部大面积区域或臀部、胸部的组织填充	适合小面积骨性区域	适合小面积骨性区域
可逆性	不可逆	部分可逆	不可逆
预配置	需经 0.9% 氯化钠注射液复溶为混悬液	无需	无需
持续时间	2.5 年	2 年	1-2 年
首次获批时间	2021 年	2021 年	2021 年
获证类型	III 类医疗器械	III 类医疗器械	III 类医疗器械
参考均价	18800 元	12800 元	18800 元

在研产品			
	产品名称	进展	预计上市时间
韩国 Regen Biotech	爱塑美	临床 III 期	2023 年
高德美	Sculptra	临床	2024 年
四环医药	初代童颜针	临床	-
	二代少女针	临床	
兴科蓉医药	聚己内酯微球面部填充剂	订立主合作协议及技术开发协议	2025 年

资料来源：NMPA，新氧 APP，中银证券

图表 44.未来 5 年再生针剂销售额有望快速增长（单位：亿元）

	2021	2022（预测）	2023（预测）	2024（预测）	2025（预测）
再生针剂销售额	1.11	4.46	7.82	11.00	14.59
yoy	\	300.27%	75.42%	40.69%	32.67%

资料来源：Frost & Sullivan，中银证券

注：2021 年首款再生针剂获批上市，因此数据以 2021 年为始

### 2.3 核心产品为制胜关键

医美格局多元，国内外品牌竞争发展。国内主要医美品类产品呈现差异化、多元化布局。分类型来看，1) **玻尿酸**：进口玻尿酸主打高端塑形市场，而国产玻尿酸重点布局于大众化市场，呈现出多价格段、多功效的差异化布局。2) **胶原蛋白**：胶原蛋白市场产品以国产为主，长春博泰、台湾双美和锦波生物的产品主打法令纹、眼周及水光领域。3) **再生针剂**：2021 年为再生针剂元年，少女针、濡白天使和艾薇岚陆续获批上市，目前三款产品均处于放量阶段。多样化产品竞争激烈，我们认为，拥有核心产品是公司突出重围的重要助力。

图表 45.主要医美产品统计

类型	公司	产品	产地
玻尿酸	大熊制药	婕尔玻尿酸	韩国
	Q-Med	铂金瑞兰	瑞典
	爱美客	嗨体	国产
	昊海生科	海薇、娇兰	国产
	Allergan	乔雅登	美国
	华熙生物	润百颜黑金	国产
	LG 化学	伊婉 C 玻尿酸	韩国
胶原蛋白	长春博泰	弗缦	国产
	台湾双美	肤丽美、肤柔美	台湾
	汉福生物	爱贝芙	台湾
	锦波生物	薇旖美	国产
光电设备	以色列 Alma	热拉提一代、热拉提 PLUS	以色列
	欧洲 Fotona	Fotona4D pro	德国
	美国 solta	热玛吉四代	美国
埋植线	Surgical Specialties Corporation	美国进口快翎线	美国
	优雅斯	优雅斯艺术线	韩国
	KJ Meditech	美迪塑蛋白线	韩国
	东南恒生	恒生 PPOD 线	国产
再生针剂	华东医药	少女针	英国
	爱美客	濡白天使	国产
	圣博玛	艾薇岚	国产

数据来源：新氧 APP、中银证券

注：以上为不完全统计

### 三、投资建议

短期看，2023Q2 行业春夏旺季到来，重点公司加强新品爆品投入和多渠道营销布局，Q2 具备较强的收入复苏弹性。中长期看，头部品牌商具备较强的龙头竞争优势，在经济复苏、周期消费者信心逐渐恢复背景下有望获得较好增长。

**核心推荐：**主打大单品策略，不断进行大单品系列横向纵向拓展、同时不断拓展新品牌的珀莱雅；具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头、产品优势显著的贝泰妮；全产业链布局，多品牌矩阵成熟完善的华熙生物；多品牌全价格段布局的上海家化；自有品牌+代理品牌双轮驱动的水羊股份。

**建议关注：**深耕重组胶原蛋白和功效性护肤品、旗下可复美等品牌优势显著的巨子生物；多赛道布局，差异化品牌矩阵的透明质酸龙头鲁商发展。



#### 四、风险提示

**新品拓展不及预期** 各企业的增长均通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图，若新品研发受阻，新品推出速度放缓，将对各公司的业务增长有一定影响。

**行业竞争加剧**：当所处行业竞争加剧下，若出现较激烈价格战或其他恶性竞争，对行业的良性稳步发展有一定影响。

**政策风险**：政策高压下，不合规产品（尤其是医美市场）曝光影响消费者信心，存在终端需求减弱可能，进一步对行业终端产品销售有影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371