

行业投资评级

强于大市 | 维持

行业基本情况

收盘点位	5047.66
52周最高	5486.86
52周最低	3471.59

行业相对指数表现 (相对值)



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：李媛媛
SAC 登记编号：S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

近期研究报告

《巨子生物 24H1 点评：敷料加速增长，收入业绩超预期》 - 2024.08.20

美容护理 (2177)

分化加剧，稳健细分龙头值得期待——美护行业 24 年三季报总结

● 投资要点

(1) 化妆品行业：Q3 需求承压，格局优化，期待盈利改善。1) 行业方面，受消费景气度回落以及平价消费等影响，24Q1-Q3 化妆品限额社零增速为-1%，需求承压；同期线上+4%成为增长引擎；24Q1-Q3 外资品牌在国内市场增长承压，弱于行业及本土上市表现，行业格局优化。2) 板块表现上，我们统计 9 家品牌商数据（季度不含港股巨子生物、上美股份），24Q3/24Q1-Q3 品牌商实现收入 86 亿元/296 亿元，较去年同期变动率分别为+3%/+8%，Q3 收入增速放缓；24Q3/24Q1-Q3 归母净利润分别为 5 亿元/32 亿元，较去年同期变动率分别为-43%/-7%，流量成本上升+竞争加剧行业销售费用率大幅提升拖累盈利能力，业绩弱于收入端；24Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别为+0.9pct/+4.2pct/+1.6pct/+0.9pct，归母净利率同降 4.7pct 至 7.0%；24Q1-Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别为+1.0pct/+2.3pct/-0.0pct/-0.9pct，归母净利率同降 1.8pct 至 11.4%，行业销售费用率持续走高，竞争加剧，Q3 收入放缓带来管理及研发费用率提升，盈利恶化。3) 个股方面，珀莱雅、润本股份、丸美股份 Q3 及前三季度收入业绩均实现 20%以上高增长，表现出较强增长韧性；华熙生物、贝泰妮、上海家化、水羊股份等仍处于调整期，盈利有所恶化，品牌商分化较大。

(2) 医美：Q3 景气度回落，胶原蛋白/再生产品等保持高景气度。1) 行业方面，24 年 3 月以来行业受到基数压力以及中高端消费景气度回落等因素影响增长势头减弱，胶原蛋白/再生产品等保持高景气度，如锦波生物 24Q1-Q3 收入实现 91%高增长，华东医药欣可丽+江苏吴中医美业务 24Q1-Q3 收入实现 34%高增长；24 年行业供给加速，开年至今江苏吴中旗下再生产品 AestheFill、国内第五款肉毒毒素 Xeomin®、华熙生物旗下格格针等重磅型产品获批，有望提振需求。2) 上市公司方面，24Q3 爱美客/华东医药欣可丽/华熙生物医美业务/锦波生物分别实现收入增速分别为+1%/-5%/微降/+92%，三季度仅锦波生物保持高增长，24Q1-Q3 上市公司收入增速分别为+10%/+10%/+55%以上/+91%，前三季度均呈现增长势头；从品类来看，重组胶原蛋白保持高景气度，24Q1-Q3 保持 90%以上增速；再生类产品（华东医药欣可丽+江苏吴中医美）24Q1-Q3 合计增长 34%，远好于行业，呈现较好增长韧性。24H1 华韩股份收入同比-6.0%，24Q1-Q3 朗姿股份旗下医美业务收入同比+2.7%，收购郑州集美、北京丽都、长沙雅美及湘潭雅美并表增厚收入；整体而言，下游机构呈现较为明显的景气度回落。

(3) 投资建议：化妆品方面，24Q1-Q3 化妆品限额社零微降，国际巨头增长承压，本土品牌通过势能大单品放量+新品推广+新兴渠道灵活运营等方式份额持续提升；同时，板块销售费用持续走高影响盈利能力，分化加剧，当前板块估值低位具备吸引力，我们重点推荐三条主线：1) 大单品势能强劲+多品牌发力，业绩持续高增长的龙头公司，如珀莱雅、巨子生物、丸美股份等；2) 受益于平价型消费、产品矩阵不断丰富、估值具备吸引力的二线龙头标的，如润本股份、登康口腔、福瑞达等；3) 关注细分市场地位稳固，目前处于调整期，有望持续改善的标的，如华熙生物、贝泰妮、水羊股份、上海家化等。

医美方面，24Q1-Q3 行业在同期较高基数、中高端消费景气度回落等因素下增长承压，再生类产品、重组胶原类产品仍保持高景气度，结构分化。展望未来，行业供给加速，消费景气度回暖有望释放医美弹性，重组胶原蛋白等新兴赛道仍为增长引擎。标的上我们重点推荐估值回落+产品布局全的一线稳健龙头爱美客，关注再生类产品持续放量的江苏吴中以及巨子生物重组胶原蛋白产品上市进展。

● 行情回顾

板块年初至今小幅上涨，估值仍处低位。年初至今（截止 2024 年 11 月 7 日）申万美容护理指数上涨 3.8%，弱于同期沪深 300 的表现，我们认为行业表现较弱主要系需求放缓，流量成本上行影响板块盈利能力，行业受压。板块个股分化较大，巨子生物（+60.8%）、上美股份（+43.6%）、润本股份（+34.3%）、丸美股份（+26.6%）、江苏吴中（+26.0%）等涨幅靠前，福瑞达（-22.1%）、贝泰妮（-15.8%）、水羊股份（-14.5%）等跌幅靠前。截止最新收盘日，申万美容护理板块 PE-TTM 为 38.7 倍，较 23 年底 30.0 倍有所恢复，仍处于历史较低位置

● 风险提示：

需求景气度下行；竞争加剧风险；新品推进不达预期；流量成本上升影响利润率等。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	103.5	410.3	3.97	4.92	26.1	21.0
300957.SZ	贝泰妮	买入	56.7	240.1	1.72	2.06	32.9	27.5
001328.SZ	登康口腔	买入	31.2	53.8	0.92	1.13	34.1	27.7
600223.SH	福瑞达	买入	7.3	74.5	0.29	0.35	25.6	21.0
300896.SZ	爱美客	买入	244.5	739.5	6.8	8.15	35.9	29.9
688363.SH	华熙生物	买入	65.2	316.1	1.1	1.54	59.4	42.5
603983.SZ	丸美股份	买入	31.5	126.1	0.96	1.22	35.6	28.4
2367.HK	巨子生物	买入	56.1	576.8	1.77	2.12	27.6	22.8
603193.SH	润本股份	买入	24.0	97.3	0.79	0.99	30.3	24.3

资料来源：iFinD，中邮证券研究所（收盘价为 2024 年 11 月 7 日）

目录

1 行业回顾.....	5
1.1 行情回顾：年初至今板块微涨，估值仍处低位	5
1.2 化妆品：需求承压，格局优化	6
1.3 医美：胶原蛋白等保持高景气度，供给加速	7
2 上市公司总结.....	8
2.1 化妆品：Q3 增速放缓，盈利恶化，分化加剧.....	8
2.2 医美：Q3 景气度回落，重组胶原&再生类产品景气度高.....	15
3 投资建议.....	17
3.1 化妆品：分化加剧，细分领域龙头值得期待	17
3.2 医美：关注重组胶原蛋白、再生类产品等高景气度赛道.....	18
4 风险提示.....	18

图表目录

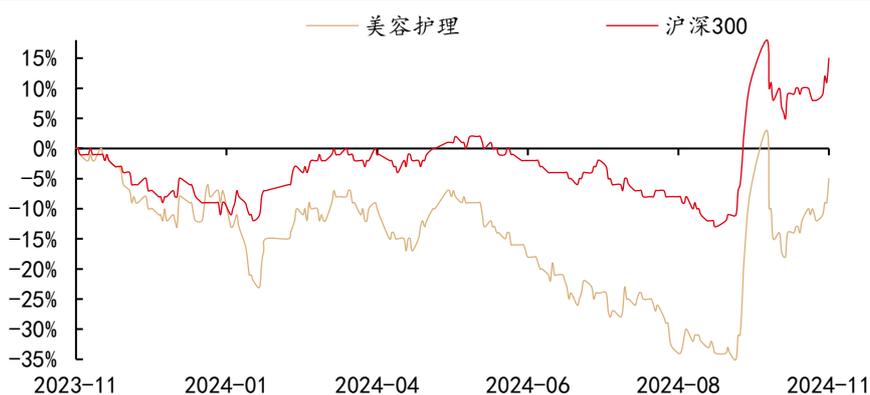
图表 1: 申万美容护理行业近一年涨跌幅	5
图表 2: 重点公司年初至今 (2024 年 11 月 7 日) 股价涨跌幅情况	5
图表 3: 2023 年以来化妆品限额社零增速情况	6
图表 4: 欧莱雅集团 24Q1-Q3 收入情况 (亿欧元)	7
图表 5: 2024 年至今医美行业新产品动态	8
图表 6: 2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道收入及归母净利润情况 (亿元)	9
图表 7: 2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道毛利率、期间费用率、归母净利率情况	10
图表 8: 2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道毛利率、期间费用率、归母净利率变动情况	10
图表 9: 医美板块重点公司 2023 年-2024Q1 收入及归母净利润表现 (亿元)	16
图表 10: 重点公司盈利预测及估值情况	18

1 行业回顾

1.1 行情回顾：年初至今板块微涨，估值仍处低位

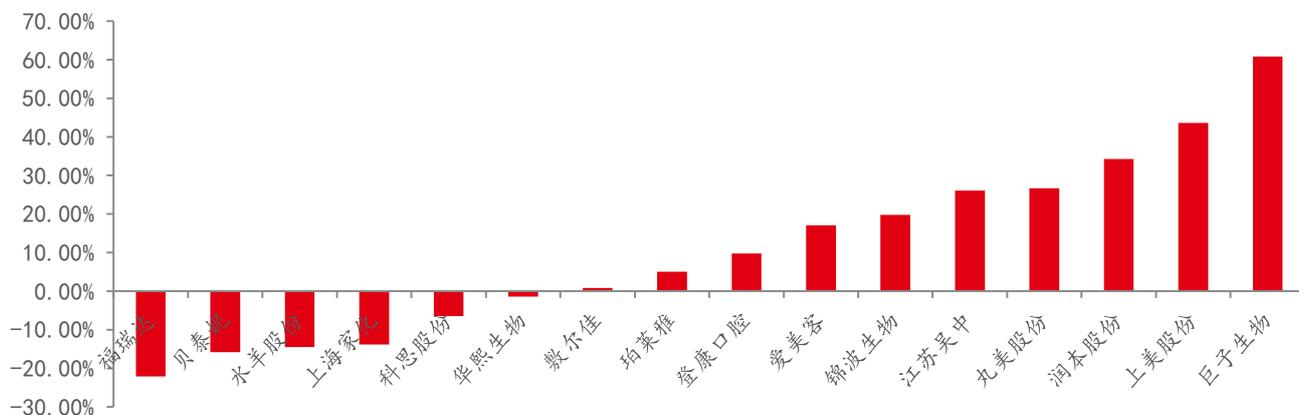
板块年初至今小幅上涨，估值仍处低位。年初至今（截止 2024 年 11 月 7 日）申万美容护理指数上涨 3.8%，弱于同期沪深 300 的表现，我们认为行业表现较弱主要系需求放缓，流量成本上行影响板块盈利能力，行业受压。板块个股分化较大，巨子生物（+60.8%）、上美股份（+43.6%）、润本股份（+34.3%）、丸美股份（+26.6%）、江苏吴中（+26.0%）等涨幅靠前，福瑞达（-22.1%）、贝泰妮（-15.8%）、水羊股份（-14.5%）等跌幅靠前。截止最新收盘日，申万美容护理板块 PE-TTM 为 38.7 倍，较 23 年底 30.0 倍有所恢复，仍处于历史较低位置。

图表1：申万美容护理行业近一年涨跌幅



资料来源：聚源，中邮证券研究所

图表2：重点公司年初至今（2024 年 11 月 7 日）股价涨跌幅情况

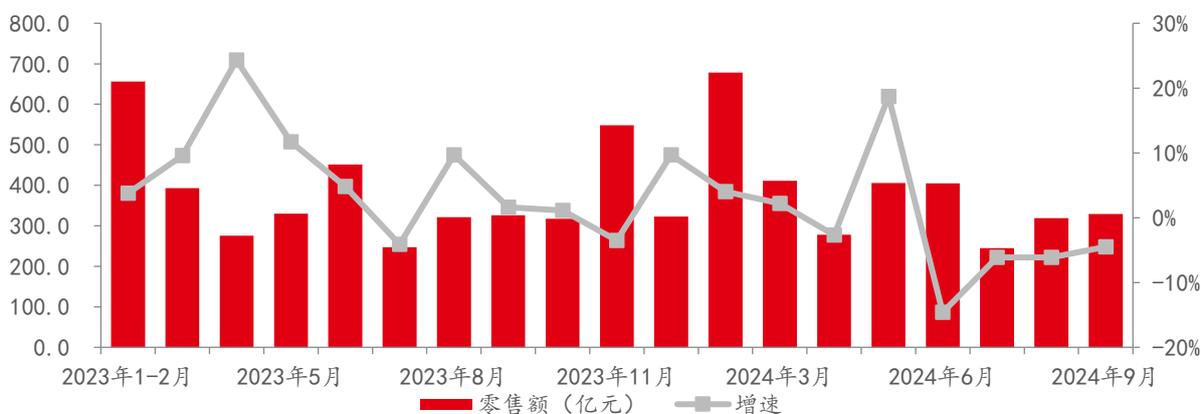


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.2 化妆品：需求承压，格局优化

需求承压，24 年前三季度化妆品限额社零微降。根据国家统计局数据，2024 年前三季度化妆品行业限额社零为 3069 亿元，同比下滑 1%，相较于 2023 年弱增长有所恶化。我们行业需求承压主要受消费景气度下行影响，其次平价消费影响价格提升，行业均价承压。未来在消费者库存消化、行业新品不断推广以及刺激消费下行业需求有望改善。

图表3：2023 年以来化妆品限额社零增速情况



资料来源：国家统计局，中邮证券研究所

抖音维持高景气度，线上引领增长。根据青眼数据，2024 年前三季度中国化妆品行业线上线下占比分别为 52%/48%，增速分别为 4.2%/-2.2%，线上仍为行业增长引擎；根据同一数据来源，今年以来抖音除个别月份增长低迷，基本保持双位数增长，仍为线上增长引擎。

外资品牌集团整体增长承压，格局有所优化。外资品牌集团在线上流量红利放缓、平价型消费、产品推新遇到一定瓶颈等多重等压力下增长出现一定分化，欧莱雅集团表现相对较好，整体承压。分品牌集团看：1) 欧莱雅集团北亚地区 24Q1/24Q2/24Q3 分别同比-1.1%/-2.4%/-4.4%，逐季恶化，中国地区下滑，主要系行业景气度下行、来自本土品牌竞争加剧；2) 资生堂 24H1 中国市场销售额为 64 亿元，可比基础上下滑 6.6%；3) 雅诗兰黛亚太市场 24 财年 (23.07-24.06) /FY25Q1 分别-6%/-11%，中国市场持续下滑，主要系景气度下行、高端市场承压

以及竞争加剧。整体而言，国际巨头在中国市场增长受到挑战，三季度有所恶化，竞争格局有所优化。

图表4：欧莱雅集团 24Q1-Q3 收入情况（亿欧元）

	2024Q1	2024Q2	2024Q3
收入 (yoy)	112.5 (9.4%)	108.8 (5.3%)	102.84 (2.8%)
分品类			
大众化妆品 (yoy)	41.7 (11.1%)	41.5 (6.7%)	37.48 (-0.6%)
高档化妆品 (yoy)	38.1 (1.8%)	37.7 (2.8%)	37.75 (8.0%)
专业美发产品 (yoy)	12.4 (10.7%)	11.8 (0.9%)	11.62 (4.8%)
皮肤医学美容 (yoy)	20.2 (21.9%)	17.8 (10.8%)	16.00 (-1.6%)
分地区			
欧洲 (yoy)	37.3 (12.6%)	35.5 (9.7%)	34.17 (5.2%)
北美 (yoy)	30.2 (12.3%)	27.8 (3.4%)	31.07 (4.3%)
北亚 (yoy)	27.2 (-1.1%)	27.5 (-2.4%)	19.55 (-4.4%)

资料来源：欧莱雅集团公司公告，中邮证券研究所（备注：收入增速为剔除汇率因素后增速）

1.3 医美：胶原蛋白等保持高景气度，供给加速

中高端需求承压+高基数下景气度回落，胶原蛋白/再生产品等保持较高景气度。24年3月以来行业受到一定的基数压力以及中高端消费景气度回落等因素影响增长势头减弱；再生类产品、重组胶原类产品仍保持高景气度，结构分化。如锦波生物 24Q1-Q3 收入实现 91%高增长，华东医药欣可丽+江苏吴中医美业务 24Q1-Q3 收入实现 34%高增长，未来渗透率提升+消费回暖高景气度赛道有望保持快速增长。

行业供给加速。2022 年以来医美行业三类管理新品获批进程有所减弱，24 年行业新品获批加速，开年至今江苏吴中旗下再生产品 AestheFill、国内第五款肉毒毒素 Xeomin®、华熙生物旗下格格针（国内第二款颈纹复合溶液注射产品）等重磅型产品获批，行业供给加速，有望提振需求。

图表5：2024 年至今医美行业新产品动态

类型	名称	注册证编号	批准日期	管理类别	公司	作用
医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶	宝尼达	国械注册 20243131967	2024/9/29	第三类	爱美客	本产品适用于成人骨膜上层注射填充以改善轻中度的颈部后缩
注射用透明质酸钠复合溶液	——	国械注册 20243131359	2024/7/30	第三类	华熙生物	适用于皮内真皮层注射填充，以纠正成人颈部中重度横纹
药品	CU-30101 局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂	获药监局受理	2024/7/30	药品	科迪药业	用于皮肤表皮手术的局部利多卡因丁卡因复合表皮麻醉乳膏剂
含利多卡因注射用交联透明质酸钠凝胶	Juv é derm ULTRA PLUS XC	国械注册 20243130412	2024/7/30	第三类	艾尔建信息咨询（上海）有限公司	适用于注射到面部真皮组织的中层至深层部位，以纠正重度鼻唇沟皱纹。利多卡因存在的目的是为减少治疗过程中患者的疼痛
	Juv é derm Volux	国械注册 20243130405	2024/7/24	第三类	艾尔建信息咨询（上海）有限公司	适用于面部骨膜上注射，以改善中度下颌后缩患者的下颌轮廓
注射用氨基酸交联透明质酸钠凝胶	——	国械注册 20243131239	2024/7/10	第三类	昊海生科	适用于真皮组织中层至深层及皮下组织注射，纠正中度至重度鼻唇沟皱纹
超声治疗仪	SOG 超声倍拉提	湘械注册 20242090141	2024/3/4	第二类	金豪漾光	适用于人体肩颈、腰腹部和四肢部位慢性软组织损伤性疼痛的辅助治疗
注射用 A 型肉毒毒素	Xeomin®	国药准字 SJ20240010/11	2024/2/23	药品	麦施商务管理咨询（上海）有限公司	通过阻截引起肌肉收缩的神经细胞传递功能，使肌肉得以放松，令面部线条平滑，达到改善皱纹及防止新皱纹产生的效果。
聚乳酸面部填充剂	AestheFill	国械注册 20243130043	2024/1/17	第三类	江苏吴中	本产品用于注射到面部真皮深层，以纠正中重度鼻唇沟皱纹。

资料来源：国家药监局，中邮证券研究所

2 上市公司总结

2.1 化妆品：Q3 增速放缓，盈利恶化，分化加剧

1) 品牌商：Q3 增长放缓，盈利恶化，分化加剧

我们统计 9 家品牌商数据（巨子生物、上美股份因港股标的无季报数据），收入方面，24Q3/24Q1-Q3 上述品牌商实现收入 86 亿元/296 亿元，较去年同期变

动率分别为+3%/+8%，Q3 收入增速放缓，主要系行业需求低迷+行业淡季；业绩方面，24Q3/24Q1-Q3 上述品牌商实现归母净利润分别为 5 亿元/32 亿元，较去年同期变动率分别为-43%/-7%，流量成本上升+竞争加剧行业销售费用率大幅提升拖累盈利能力，业绩弱于收入端。盈利指标方面，24Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别为+0.9pct/+4.2pct/+1.6pct/+0.9pct，归母净利率下降 4.7pct 至 7.0%；24Q1-Q3 上述公司毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率变动率分别为+1.0pct/+2.3pct/-0.0pct/-0.9pct，归母净利率下降 1.8pct 至 11.4%，行业销售费用率持续走高，竞争加剧，Q3 收入放缓带来管理及研发费用率提升，盈利恶化。

图6: 2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道收入及归母净利润情况 (亿元)

	2024Q1				2024Q2				24Q3				24Q1-Q3			
	收入	yoy	归母净 利润	yoy	收入	yoy	归母净 利润	yoy	收入	yoy	归母净 利润	yoy	收入	yoy	归母净 利润	yoy
珀莱雅	21.8	34.6%	3	45.6%	28.2	40.6%	4	36.8%	19.7	21.2%	3	20.7%	69.7	32.7%	10	34.0%
丸美股份	6.6	38.7%	1.1	40.6%	6.9	18.6%	0.7	26.7%	6	25.8%	0.6	44.3%	19.5	27.1%	2.4	37.4%
润本股份	1.7	10.0%	0.4	67.9%	5.8	35.0%	1.5	47.0%	3.9	20.1%	0.8	32.0%	10.4	26.0%	2.6	44.4%
贝泰妮	11	27.1%	1.8	11.7%	17.1	13.5%	3.1	5.2%	12.1	14.0%	-0.7	-153.4%	40.2	17.1%	4.2	-28.4%
华熙生物	13.6	4.2%	2.4	21.4%	14.5	-18.1%	1	-56.1%	10.6	-7.1%	0.2	-77.4%	38.8	-8.2%	3.6	-29.2%
上海家化	19.1	-3.8%	2.6	11.2%	14.2	-14.2%	-0.2	-125.8%	11.6	-20.9%	-0.8	-180.9%	44.8	-12.1%	1.6	-58.7%
水羊股份	10.3	-1.4%	0.4	-23.3%	12.6	1.4%	0.7	-27.2%	7.5	-30.9%	-0.1	-130.4%	30.5	-9.8%	0.9	-47.6%
敷尔佳	4.1	9.7%	1.5	-4.8%	5.3	7.1%	1.9	-2.8%	5.3	11.9%	1.7	-5.2%	14.7	9.5%	5.1	-4.2%
福瑞达	7.4	6.5%	0.6	-54.4%	8.6	-2.0%	0.7	11.7%	8.8	-4.8%	0.4	-7.8%	28	-17.5%	1.7	-28.1%
品牌商	95.5	12.2%	13.8	19.6%	113.1	7.2%	13.2	-4.8%	85.5	3.0%	5.2	-43.2%	296.4	8.3%	32.2	-7.0%
科思股份	7.1	21.1%	2.2	37.2%	6.9	15.0%	2	6.0%	4.5	-22.5%	0.9	-50.1%	18.6	4.7%	5.1	-4.1%

资料来源: wind, 中邮证券研究所

2) 原料商: 科思 Q3 受竞争+去库等因素收入业绩下滑, 期待新品发力

科思股份 24Q3 收入 4.5 亿元, 同比-23%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比减少 50%, 24Q1-Q3 收入 18.6 亿元, 同比+5%, 归母净利润 5.1 亿元, 同比-4%; 三季度下游客户去库存叠加行业竞争加剧带来的价格周期变化公司收入业绩增长受挑战。公司持续扩展去屑剂、氨基酸表面活性剂、卡波姆等新品类, 期待新品持续放量跨越周期。

图7：2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道毛利率、期间费用率、归母净利率情况

	2024Q1					2024Q2					2024Q3					2024Q1-Q3				
	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净
	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率
珀莱雅	72.1%	46.7%	6.9%	3.0%	16.1%	72.9%	44.8%	5.8%	4.8%	18.0%	76.4%	60.4%	13.6%	7.0%	-5.7%	73.7%	50.0%	8.5%	5.0%	10.3%
丸美股份	75.7%	36.0%	8.5%	7.0%	17.9%	73.4%	47.5%	9.0%	7.2%	6.8%	72.4%	42.5%	16.6%	10.6%	1.9%	73.9%	42.1%	10.9%	8.1%	9.3%
润本股份	70.1%	46.8%	4.5%	2.2%	13.9%	69.6%	46.7%	2.8%	1.7%	14.1%	70.7%	45.4%	4.9%	2.4%	15.2%	70.1%	46.4%	3.9%	2.0%	14.3%
贝泰妮	63.3%	37.2%	6.5%	1.8%	13.5%	58.3%	51.8%	9.0%	2.4%	-1.3%	54.5%	50.0%	11.4%	3.1%	-6.5%	59.4%	45.1%	8.6%	2.3%	3.6%
华熙生物	61.3%	46.3%	5.7%	1.8%	3.9%	61.6%	47.3%	3.9%	1.1%	5.2%	68.0%	57.5%	5.3%	3.4%	2.1%	63.1%	49.5%	4.8%	1.9%	3.1%
上海家化	74.6%	50.3%	3.2%	2.5%	16.7%	74.8%	55.7%	3.7%	2.8%	9.5%	74.5%	58.9%	4.1%	3.1%	10.4%	74.6%	54.9%	3.7%	2.8%	12.2%
水羊股份	81.4%	32.6%	5.4%	1.5%	37.1%	81.4%	31.6%	4.4%	1.8%	35.6%	82.1%	36.3%	3.4%	3.0%	32.9%	81.7%	33.6%	4.3%	2.1%	35.0%
敷尔佳	50.8%	36.3%	4.1%	3.7%	6.6%	52.8%	36.5%	4.1%	3.2%	6.6%	51.8%	36.7%	4.6%	4.4%	5.0%	51.9%	36.5%	4.3%	3.7%	6.1%
福瑞达	55.7%	30.2%	4.3%	4.1%	21.3%	59.5%	28.3%	1.2%	1.4%	25.0%	57.6%	23.6%	2.5%	3.4%	27.6%	58.3%	27.3%	2.1%	2.4%	25.2%
品牌商	69.3%	42.3%	5.9%	2.9%	14.9%	68.5%	45.9%	5.2%	3.0%	12.2%	69.5%	48.6%	8.6%	4.6%	7.0%	69.1%	45.6%	6.4%	2.4%	11.4%
科思股份	47.8%	1.7%	6.9%	4.5%	30.9%	47.9%	1.3%	7.1%	4.8%	29.1%	37.4%	0.7%	9.0%	5.5%	20.5%	45.3%	1.3%	7.5%	4.8%	27.7%

资料来源：wind，中邮证券研究所（备注：福瑞达为公司合并口径数据，品牌商平均利润率计算剔除福瑞达）

图8：2024Q1-Q3 化妆品行业分赛道毛利率、期间费用率、归母净利率变动情况

	2024Q1					2024Q2					2024Q3					2024Q1-Q3				
	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净	销售费		管理费	研发费	归母净
	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率	毛利率	用率	用率	用率	利率
珀莱雅	-4.0%	-0.9%	-0.8%	-1.0%	-2.2%	-2.0%	-0.8%	0.1%	-0.2%	-1.4%	-2.4%	12.7%	4.9%	0.2%	-17.8%	-2.7%	3.3%	1.3%	-0.3%	-6.6%
丸美股份	2.0%	-10.4%	1.9%	0.7%	2.5%	-0.4%	1.4%	2.2%	1.4%	-5.9%	1.3%	-3.1%	6.6%	2.7%	-5.9%	0.9%	-3.9%	3.3%	1.5%	-2.8%
润本股份	0.1%	3.6%	-1.4%	-1.1%	1.1%	-1.3%	2.9%	-2.0%	-0.3%	-0.4%	-1.9%	2.8%	-1.0%	0.1%	0.0%	-1.1%	3.1%	-1.6%	-0.4%	0.1%
贝泰妮	2.1%	-3.5%	-2.6%	0.2%	1.8%	-0.8%	4.8%	1.6%	-0.3%	-5.6%	-3.2%	6.8%	0.2%	0.6%	-12.9%	-0.1%	1.7%	-0.6%	0.1%	-4.1%
华熙生物	7.6%	5.1%	1.5%	-0.6%	-1.1%	2.0%	7.4%	-1.9%	-0.6%	-2.0%	7.7%	8.2%	3.7%	1.7%	-1.4%	5.1%	6.1%	0.9%	0.0%	-2.2%
上海家化	6.0%	7.8%	-1.2%	-0.3%	0.2%	3.4%	2.3%	-0.9%	0.2%	0.6%	2.1%	-0.2%	-1.3%	-0.1%	1.3%	3.8%	3.1%	-1.1%	-0.1%	0.9%
水羊股份	-1.2%	9.3%	-0.7%	0.0%	-5.6%	-1.5%	4.6%	0.1%	0.7%	-3.6%	0.5%	7.7%	-0.9%	2.0%	-5.9%	-0.7%	7.0%	-0.5%	1.0%	-5.0%
敷尔佳	11.5%	11.1%	-0.5%	1.3%	-3.5%	3.5%	3.3%	-0.1%	0.3%	1.5%	-3.1%	-3.3%	-0.7%	0.5%	-0.2%	4.8%	4.4%	-0.4%	0.7%	-0.9%
福瑞达	2.9%	1.2%	-0.3%	0.4%	7.3%	3.0%	2.4%	-0.4%	-0.1%	2.0%	0.1%	1.4%	-0.1%	0.8%	2.5%	2.2%	1.9%	-0.4%	0.2%	3.2%
品牌商	2.2%	0.2%	-0.8%	-0.3%	0.8%	-0.1%	2.4%	-0.5%	-0.2%	-1.8%	0.9%	4.2%	1.6%	0.9%	-4.7%	1.0%	2.3%	0.0%	-0.9%	-1.8%
科思股份	-1.2%	-0.3%	-0.4%	-0.9%	3.6%	-1.8%	0.0%	-0.6%	0.0%	-0.3%	-12.7%	-0.2%	1.7%	1.7%	-11.3%	-4.3%	-0.1%	0.0%	0.2%	-2.5%

资料来源：wind，中邮证券研究所（备注：福瑞达为公司合并口径数据，品牌商平均利润率计算剔除福瑞达）

3) 个股：珀莱雅/润本/丸美等强劲，华熙/贝泰妮等仍在调整期

个股方面，珀莱雅、润本股份、丸美股份 Q3 及前三季度收入业绩均实现 20% 以上高增长，表现出较强增长韧性；华熙生物、贝泰妮、上海家化、水羊股份等仍处于调整期，盈利有所恶化；品牌商分化较大，具体表现如下：

A) 珀莱雅：Q3 收入业绩稳健增长，洗护靓丽

公司公布 2024 年三季报，24 年前三季度公司实现营收 69.7 亿元，yoy+32.7%；归母净利润 10.0 亿元，yoy+33.9%。其中 24Q3，公司实现营收 19.6 亿元，yoy+21.2%；归母净利润 3.0 亿元，yoy+20.7%。公司收入业绩符合预期。

线上保持高增，洗护靓丽。分品类看，24Q3 护肤/彩妆/洗护收入分别为 16.5 亿元/2.3 亿元/0.8 亿元，分别同比+20.7%/+18.7%/+47.2%，珀莱雅带动护肤品类稳健增长，彩棠调整接近尾声彩妆有望加速，OR 带动洗护高增长。分渠道看，23Q3 线上保持 30%以上的高增长，远好于行业表现，占比持续提升；线下受零售环境等因素影响下滑。

毛销差承压，管理费用优化、资产减值损失减少、税率减少带动净利率稳定。

24 年前三季度/Q3 毛利率分别为 70.1%/70.7%，同比-1.1/-2.0pct，受大促价格因素以及高毛利线上占比较高因素影响毛利率承压；24 年前三季度/Q3 销售费用率分别为 46.4%/45.4%，同比+3.1/+2.8pct，流量成本上行带来销售费用率提升，毛销差承压；24 前三季度/Q3 管理费用率分别为 3.9%/4.9%，同比-1.6/-1.0pct，主要系股权激励费用减少以及规模效应；24 前三季度/Q3 研发费用率为 2.0%/2.4%，同比-0.4/+0.1pct；此外，公司 24 前三季度/Q3 资产减值损失分别为 0.4 亿元/0.1 亿元，较去年同期分别减少 0.6 亿元/0.4 亿元，主要系存货跌价损失变化带来差异；24 年前三季度所得税税率为 18.4%，同比-2.5pct。综上，公司 24 前三季度/Q3 归母净利率为 14.3%/15.2%，整体保持稳定。

B) 福瑞达： Q3 化妆品增长承压，归母净利率微降

公司公布 2024 三季报，24Q1-Q3 公司实现营收 28.0 亿元，同比-17.45%；归母净利润 1.71 亿元，同比-28.06%；24Q2 公司实现营收 8.8 亿元，同比-4.82%；归母净利润 0.44 亿元，同比-7.76%。

Q3 化妆品原料增长承压，医药恢复双位数增长。分业务来看，化妆品板块 24Q1-Q3 实现营业收入 17.1 亿元，同比+3.3%；其中颐莲品牌收入 6.6 亿元，同比+7.6%；瑗尔博士品牌收入 9.1 亿元，同比+1.8%；24Q3 化妆品板块/颐莲/瑗尔博士增速分别为-4.7%/-3.2%/-9.6%，受行业景气度回落等因素冲击化妆品 Q3 增长承压。医药板块 24Q1-Q3 实现营业收入 3.7 亿元，同比减少 7.4%，24Q3 该板块收入同增 19.0%，获得恢复。原料及衍生产品、添加剂板块 24Q1-Q3 实现营业收入 2.5 亿元，同比-2.0%，其中 24Q3 同降 3.8%，原料景气度有所回落。

结构变化带动毛利率提升，归母净利率微降。24Q1-Q3 公司毛利率为 51.9%，同比+4.8pct，其中化妆品/医药/原料及添加剂毛利率分别为 62.3%/50.5%/39.4%，分别同比+0.2pct/-4.0pct/+3.4pct，结构变化提升整体毛利率。24Q1-Q3 公司销售费用率为 36.5%，同比+4.4pct，管理费用率为 4.3%，同比-0.4pct，研发费用率为 3.7%，同比+0.7pct，主要与业务结构变化有关。此外，公司 24Q1-Q3 投资净收益为 0.5 亿元，去年同期为 1.8 亿元，主要系剥离地产带来变化。综合 24Q1-Q3 公司归母净利率为 6.1%，同比-0.9pct。

G) 丸美股份：彩妆快速增长，盈利能力稳步提升

公司公布 2024 年前三季报，24 年前三季度公司实现营收 19.5 亿元，同比+27.1%；归母净利润 2.4 亿元，同比+37.4%。其中 24Q3 公司实现营收 6.0 亿元，同比+25.8%；归母净利润 0.6 亿元，同比+44.3%；公司收入业绩符合预期。

彩妆快速增长，护肤大类均价提升。公司 24Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 38.7%/18.6%/25.8%，在行业三季度景气度明显回落背景下公司逆势保持高增长，24Q3 分品类来看：1) 美容类收入 2.0 亿元，同比+54%，其中均价同比-16.6%，销量大幅提升；2) 眼部类收入 1.2 亿元，同比+22%，其中均价同比+9.5%，眼部产品地位稳固，量价齐升，展现较强增长韧性；3) 护肤类收入 2.2 亿元，同比+15%，其中均价+43.1%，单价提升驱动增长；4) 洁肤类收入 0.5 亿元，同比+12%，其中均价同比+11.2%。

毛利率持续提升带动净利率优化。24 年前三季度公司毛利率 70.8%，同比+3.5pct，主要系产品结构优化及精益管理；其中 24Q3 毛利率 72.2%，同比+1.0pct，保持提升态势。24 年前三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 54.9%/3.7%/2.8%，同比+3.1/-1.0/-0.1pct；24Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 58.9%/4.1%/3.1%，同比-0.2/-1.3/-0.1pct，销售费用率受线上竞争激烈、流量成本高涨等因素影响提升，Q3 边际好转；综上 24 年前三季度公司归母净利率同比+0.9pct 至 12.2%，其中 24Q3 归母净利率同比+1.3pct 至 10.4%。

D) 贝泰妮：期间费用大幅拖累 Q3 业绩，期待拐点

公司公布 24 年三季报，24 年前三季度实现营收 40.2 亿元，同比+17.1%，归母净利润为 4.1 亿元，同比-28.4%；其中 24Q3 实现营收 12.1 亿元，同比+14.0%，归母净利润为-0.7 亿元，上年同期盈利，公司 Q3 业绩低于预期。

抖音+悦江投资并表驱动 Q3 收入稳健增长。公司 24Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 27.1%/13.5%/14.0%，Q3 在行业低迷环境下公司保持稳健增长，主要得益于：1) 抖音达播发力带动主品牌线上稳健增长；2) 并表悦江投资增厚收入，24Q1-Q3 悦江投资旗下 ZA 和泊美实现收入 3.8 亿元，按去年统计范围薇诺娜及其他品牌实现收入 36.4 亿元，较上年同期增长约 6.0%。

毛利率下降，期间费用率提升，净利率下降。公司 24 年前三季度毛利率为 73.7%，同比-2.87pct；24Q3 毛利率为 76.4%，同比-2.4pct；品牌结构变化&大促等常态化拖累毛利率，其中 24Q1-Q3 悦江投资毛利率为 58.4%，按去年统计范围薇诺娜及其他品牌毛利率为 75.3%。24 年前三季度销售费率、管理费率、研发费率分别为 50.0%、8.5%、5.0%，分别同比+3.3 pct、+1.3pct、-0.0pct；24Q3 销售费率、管理费率、研发费率分别为 60.4%、13.6%、7.0%，分别同比+12.7pct、+4.9pct、+0.2pct，Q3 销售费用率及管理费用率大幅提升拖累净利率。综合而言，24 年前三季度净利率为 10.3%，同比-6.6pct；24Q3 净利率为-5.7%，同比-17.8 pct。

E) 华熙生物：化妆品+管理变革拖累增长承压，期待拐点

公司公布 2024 年三季报，公司 24Q1-Q3 实现营收 38.7 亿元，同比-8.2%；归母净利润 3.6 亿元，同比-29.6%；其中 24Q3 公司实现营收 10.6 亿元，同比-7.1%；归母净利润 0.2 亿元，同比-77.4%；受化妆品业务调整以及管理变革增厚费用等因素影响，公司业绩增长承压。

化妆品拖累收入增长。公司 24Q1-Q3 分业务来看：1) 原料业务在食品级放量新下保持平稳增长，展现出较强增长韧性；2) 医疗终端业务保持快速增长，主要得益于医美产品发力，Q4 推出两款新品有望扩宽医美业务天花板；3) 化妆品业务增长持续承压，受消费景气度回落叠加内部品牌调整等，期待双十一润百颜、夸迪在新品带动下扭转局面。

管理变革拖累净利率。毛利率方面，24Q1-Q3/Q3 公司毛利率分别为 73.9%/72.4%，同比+1.3/-0.4pct，医美快速增长优化毛利率；24Q1-Q3/Q3 公司销售费用率分别为 42.1%/42.5%，同比-3.9/-3.1pct，高费用率的化妆品业务下降及控制费用投放降低销售费用率；24Q1-Q3/Q3 管理费用率分别为 10.9%/16.6%，同比+3.3/+6.6pct，管理变革提升管理费用率；24Q1-Q3/Q3 研发费用率分别为 8.1%/10.6%，同比+1.5/+2.7pct，保持高研发投入。综上，24Q1-Q3/Q3 公司归母净利率分别为 9.3%/1.9%，同比-6.3/-5.9pct。

F) 润本股份：Q3 驱蚊婴童护理保持增长韧性，财务费用率带动净利率提升
公司公布 24 年三季报，24 年前三季度实现收入 10.4 亿元，同比+26.0%，实现归母净利润 2.6 亿元，同比+44.4%；其中 24Q3 实现收入 2.9 亿元，同比+20.1%，实现归母净利润 0.8 亿元，同比+32.0%。公司业绩符合预期。

Q3 婴童护理及驱蚊保持增长韧性，精油加速。淡季下公司 Q3 收入增速有所放缓，分品类来看：1) Q3 驱蚊产品收入 0.9 亿元，同比+16%，其中均价+2.2%，淡季仍保持增长韧性；2) Q3 婴童护理产品收入 1.5 亿元，同比+27%，其中均价+2.2%，季末推出的秋冬新品蛋黄油精华霜、蛋仔唇膏等表现靓丽，有望带动 Q4 加速；3) Q3 精油产品收入 0.5 亿元，同比+15%，其中均价+14.1%，产品结构升级带动淡季实现加速。

Q3 毛利率小幅提升，财务费用率优化提升净利率。公司前三季度毛利率/归母净利率分别为 58.3%/25.2%，同比变化分别为+2.2pct/+3.2pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 27.3%/2.0%/-3.0%，同比变化分别为+1.9pct/-0.4pct/-2.4pct；产品结构&产品升级等带动毛利率提升，上市融资增厚利息收

入以及规模效应等带来期间费用率优化。其中 24Q3 毛利率/归母净利率分别为 57.6%/27.6%，同比变化分别为+0.1pct/+2.5pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 23.6%/2.5%/-3.2%，同比变化分别为+1.5pct/-0.1pct/-3.0pct；毛利率保持提升，利息收入带来财务费用率优化，净利率提升。

G) 登康口腔：线上快速增长，业绩稳健增长符合预期

公司公布 2024 年前三季报，24Q1-Q3 公司收入 10.5 亿元，+4.1%，归母净利润 1.2 亿元，+9.5%；24Q3 收入 3.5 亿元，+1.6%，归母净利润 0.5 亿元，+9.2%。公司业绩基本符合预期。

线上快速增长，医研新品表现靓丽。公司 24Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 5.2%/5.7%/1.6%，三季度收入增长所放缓，主要系消费景气度回落对线下零售带来较大挑战，线下有所下滑；公司 24Q1/Q2/Q3 合同负债分别为 0.99 亿元/1.14 亿元/1.42 亿元，同比及环比均获得提升，提振线下远期增长信心。此外，公司医研新品“7 天密集修复”线上推广良好，带动线上快速增长，提升医研产品占比，未来可期。

毛销差较为稳定，盈利能力稳中提升。公司 24Q1-Q3 毛利率/归母净利率分别为 49.3%/11.2%，同比+5.1pct/+0.6pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 31.3%/4.2%/3.6%，同比分别+5.1pct/-0.2pct/+0.4pct；24Q3 毛利率/归母净利率分别为 53.9%/13.0%，同比+7.0pct/+0.9pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 33.5%/4.4%/3.8%，同比分别+7.2pct/+0.4pct/-0.1pct。产品结构优化+线上占比提升带来毛利率及销售费用率变化，毛销差整体稳定，规模效应+理财收益等带来净利率提升，整体盈利能力稳中提升。

2.2 医美：Q3 景气度回落，重组胶原&再生类景气度高

Q3 景气度有所回落，重组胶原蛋白、再生类仍保持高增长。我们统计上游 5 家公司医疗美容业务收入及 2 家公司归母净利润情况，24Q3 爱美客/华东医药欣可丽/华熙生物医美业务/锦波生物/江苏吴中医美业务分别实现收入增速分别为

+1%/-5%/微降/+92%/不可比，三季度仅锦波生物保持高增长，24Q1-Q3 上市公司收入增速分别为+10%/+10%/+55%以上/+91%/不可比，前三季度均呈现增长势头。从品类来看，重组胶原蛋白保持高景气度，24Q1-Q3 保持 90%以上增速；再生类产品（华东医药欣可丽+江苏吴中医美）24Q1-Q3 合计增长 34%，远好于行业，呈现较好增长韧性。

图表9：医美板块重点公司 2023 年-2024Q1 收入及归母净利润表现（亿元）

公司	2024H1				2024Q3				2024Q1-Q3			
	收入	Yoy (%)	归母净 利润	yoy (%)	收入	yoy (%)	归母净 利润	yoy (%)	收入	yoy (%)	归母净 利润	yoy (%)
爱美客	16.57	13.5	11.21	16.4	7.2	1.1	4.6	2.1	23.8	9.5	15.9	11.8
华东医药												
一医美	13.48	10.1			5.62	-13.6			19.1	1.9		
一欣可												
丽	6.18	19.8			2.92	-5.2			9.1	10.3		
华熙生物												
一医美	5.55	70.1			0.75	微降			6.3	55 以上		
江苏吴中												
-医美	0.80	NA			1.19	NA			1.99	NA		
锦波生物	6.03	90.6	3.10	182.9	3.9	92.1	2.1	154.0	9.9	91.2	5.2	170.4

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

下游机构景气度回落。我们统计下游机构，24H1 华韩股份实现收入 5.4 亿元，同比-6.0%，出现下滑；24Q1-Q3 朗姿股份旗下医美业务实现收入 20.7 亿元，同比+2.7%，公司 2024Q1 收购郑州集美并纳入合并报表，2024Q3 收购北京丽都、长沙雅美及湘潭雅美并纳入合并报表，增厚收入。整体而言，下游机构呈现较为明显的景气度回落。

重点公司一爱美客：高端消费景气度回落拖累 Q3 增速，保持高净利率

公司发布 2024 年三季报，24 年前三季度实现营收 23.8 亿元，同比+9.5%，归母净利润为 15.9 亿元，同比+11.8%；其中 24Q3 实现营收 7.2 亿元，同比+1.1%，归母净利润为 4.6 亿元，同比+2.1%，公司业绩低于预期。

行业景气度+格局变化等因素影响 Q3 收入增速。公司 24Q1/Q2/Q3 收入增速分别为 28.4%/2.4%/1.1%，收入增速持续放缓，主要系中高端消费景气度回落影响再生类产品销售、竞品增加带来格局变化等。Q3 分产品来看，溶液类注射产品延续上半年趋势，保持增长韧性；再生类产品受行业景气度及竞争加剧等因素增速大幅回落；其他凝胶产品有所下滑。展望未来，公司宝尼达新适应症获批，肉毒毒素、米诺地尔搽剂进入注册申报阶段，利多卡因丁卡因乳膏进入 III 期临床试验阶段，期待新品上市贡献增量。

溶液产品毛利率下降拖累整体毛利率，期间费用率优化。公司 24 年前三季度毛利率为 94.8%，同比-0.5 pct，24Q3 毛利率为 94.6%，同比-0.5pct，产品结构变化拖累整体毛利率。24 年前三季度销售费率/管理费用率/研发费率/财务费率分别为 8.7%/3.9%/7.9%/-1.1%，分别同比-1.1/-1.3/+0.5/+0.8 pct，期间费用率整体优化；24Q3 销售费率/管理费用率/研发费率/财务费率分别为 9.0%/3.3%/8.6%/-0.5%，分别同比+0.1/-1.2/+0.8/+1.5pct，研发费用率及财务费用率拖累净利率，公允价值变动净收益提升。综上，24 年前三季度归母净利率为 66.7%，同比+1.4 pct，24Q3 归母净利率为 64.7%，同比+0.7pct，保持较高水平。

3 投资建议

3.1 化妆品：分化加剧，细分领域龙头值得期待

24 年前三季度化妆品限额社零下滑 1%，行业增长承压，国际巨头在国内市场均出现不同程度下滑，本土品牌通过势能大单品放量+新品放量+新兴渠道灵活运营等方式份额持续提升，板块 24Q1-Q3 品牌商收入平均增速达 8.3%，远好于行业平均水平；同时，流量成本持续上行+竞争加剧导致行业销售费用率持续走高，Q2 以来盈利能力有所恶化，加剧板块分化，珀莱雅、润本股份、丸美股份、巨子生物、上美股份等表现出较强增长韧性。当前板块估值具备吸引力，细分领域龙头保持稳健增长。我们重点推荐三条主线：1) 大单品势能强劲+多品牌发力，

业绩持续高增长的龙头公司，如珀莱雅、巨子生物、丸美股份等；2) 受益于平价消费、产品矩阵不断丰富、估值具备吸引力的二线龙头标的，如润本股份、登康口腔、福瑞达等；3) 关注细分市场地位稳固，目前处于调整期，有望持续改善的标的，如华熙生物、贝泰妮、水羊股份、上海家化等。

3.2 医美：关注重组胶原蛋白、再生类产品等高景气度赛道

2024Q1-Q3 行业在同期较高基数、中高端消费景气度回落等因素下增长承压，再生类产品、重组胶原类产品仍保持高景气度，结构分化。展望未来，行业供给加速，消费景气度回暖有望释放医美弹性，重组胶原蛋白等新兴赛道仍为增长引擎。标的上我们重点推荐估值回落+产品布局全的一线稳健龙头爱美客，关注再生类产品持续放量的江苏吴中以及巨子生物重组胶原蛋白产品上市进展。

图表 10：重点公司盈利预测及估值情况

代码	简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603605.SH	珀莱雅	买入	103.5	410.3	3.97	4.92	26.1	21.0
300957.SZ	贝泰妮	买入	56.7	240.1	1.72	2.06	32.9	27.5
600223.SH	福瑞达	买入	7.3	74.5	0.29	0.35	25.6	21.0
688363.SH	华熙生物	买入	65.2	316.1	1.10	1.54	59.4	42.5
603983.SZ	丸美股份	买入	31.5	126.1	0.96	1.22	35.6	28.4
2367.HK	巨子生物	买入	56.1	576.8	1.77	2.12	27.6	22.8
300896.SZ	爱美客	买入	244.5	739.5	6.80	8.15	35.9	29.9
603193.SH	润本股份	买入	24	97.3	0.79	0.99	30.3	24.3
001328.SZ	登康口腔	买入	31.2	53.8	0.92	1.13	34.1	27.7

资料来源：iFinD，中邮证券研究所预测（备注：收盘价及市值为 2024 年 11 月 7 日）

4 风险提示

需求景气度下行。宏观经济不景气影响化妆品及医美行业需求。

竞争加剧风险。尽管行业产品获批准入门槛提升，但化妆品行业近年来新品牌层出不穷，国际大牌在产品及品牌沉淀较深，行业竞争较为激烈，国产品牌仍面临多重竞争压力。

新品推进不达预期。监管加严，对新产品研发周期、研发投入要求更高，新品推出门槛提升；同时消费者对产品创新及解决核心诉求要求越来越高，未来新品打造畅销产品难度加大；医美监管严格趋于常态化，或影响新品推进进度。

流量成本上升影响利润率。近年来行业线上渗透率越来越高，对新渠道延展提出更高要求，行业获客成本不断提升，影响利润率稳定。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

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

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048