

美护行业财报总结暨 5 月投资策略

行业龙头业绩表现亮眼，马太效应进一步强化

超配

核心观点

美妆：多因素扰动下行业增速趋缓，板块内部分化加速，强者恒强。 1) **行业：**21 年化妆品社零同比+14%，超出社零整体增速 1.50pct；22Q1 受疫情扰动行业增速放缓，化妆品社零同比+1.8%；但竞争格局出现明显优化，头部品牌公司增速远好于行业水平；2) **业绩复盘：分化加速，强者恒强。** 板块 21 年实现营收同比+14.42%，较 20 年+3.70pct，归母净利润同比+17.27%，较 20 年+2.23pct；22Q1 收入、利润分别同比+15.03%、+11.32%，远高于一季度化妆品社零增速，龙头公司经营韧性显现；板块盈利能力稳定，21 年板块毛利率、净利率分别为 55.44%、11.37%；3) **产业链各环节竞争要素：头部品牌商在成长性和盈利能力方面均占据优势，分化趋势下需回归产品力塑造，大单品+多渠道布局能力成为竞争关键；上游原料及制造商在原料上涨下，成本传导能力为关键；代运营商竞争核心在于新平台及新品牌开拓能力。**

医美：监管加码，龙头受益。 1) **行业：**行业仍具备长期高成长确定性，在当前政策监管持续加码下，市场环境趋于良性，同时上游合规产品加速获批，具备丰富产品管线储备以及完整渠道布局的头部企业持续受益；2) **板块业绩：**21 年板块实现营收 56.96 亿元，同比+54.95%，较 2020 年+43.17pct，上游爱美客、华熙生物受益于自身产品带动业绩成长，下游机构端则在资本热潮减退后，回归对机构生态布局的打造，提升用户粘性，降低获客成本。

投资建议：龙头表现坚韧，马太效应强化。 美护行业整体虽然受消费环境承压、疫情反弹以及监管政策变化等影响有所放缓，但行业竞争格局优化明显，头部企业增速均仍有稳健表现。具体来看，1) **美妆领域：**赛道长期景气度依旧，行业成长正逐步由渠道驱动转向产品驱动，企业间分化持续演进，未来龙头企业仍有望通过产品研发深耕、全渠道精细化布局，以及多品牌矩阵的搭建，继续实现高速增长；重点推荐：**贝泰妮、珀莱雅、水羊股份、上海家化及鲁商发展等。** 2) **医美领域：**随着政策监管加码，行业合规化进程加速，下游出清大量非法医美机构，上游产品合规标准日渐明晰，为行业长期健康发展打下良好基础。具备较高经营壁垒的头部上游生产企业，凭借丰富的产品管线布局、稳定完善的渠道布局及拓展能力实现了持续高增长。前期股价调整下长期布局价值显现，继续推荐板块龙头：**爱美客、华熙生物等。**

风险提示：宏观、疫情等系统性风险，新品推出不及预期，政策变动等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
300957	贝泰妮	买入	190.49	806.92	2.81	3.80	67.79	50.13
603605	珀莱雅	买入	194.55	391.06	3.64	4.48	53.45	43.43
300896	爱美客	买入	499.99	1,081.78	6.85	9.58	72.99	52.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

商贸零售

超配 · 维持评级

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：王畅

021-61761019

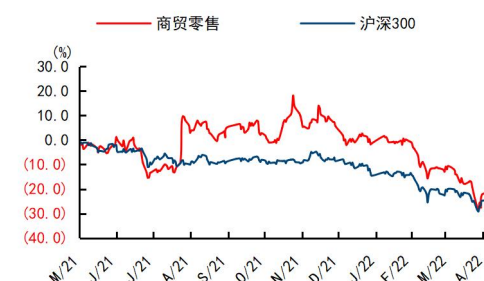
wangchang@guosen.com.cn

联系人：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海外化妆品企业运营观察-欧莱雅中国市场一季度实现双位数增长，功效、高端护肤成为亮点》——2022-04-25
 《商贸零售行业双周报暨一季报前瞻-3 月社零受疫情影响下滑 3.5%，一季度龙头经营韧性依旧突出》——2022-04-20
 《商贸零售行业 2022 年 4 月投资策略-关注供应链商超龙头，医美行业规范化利好上游龙头》——2022-04-06
 《商贸零售行业双周报（22 年 03 期）-社零增速整体回升，关注疫情下商超同店表现》——2022-03-16
 《商贸零售行业快评-聚焦“两会”生育政策议题，关注母婴行业细分赛道发展机遇》——2022-03-14

内容目录

化妆品行业：龙头坚韧，强者恒强	5
行业表现：多因素扰动下行业增速趋缓	5
美妆板块业绩复盘：分化加速，强者恒强	6
多维度拆解美妆行业变革下产业链各环节竞争要素变迁	10
医美行业：监管持续加码，龙头有望受益	12
行业表现：供需两旺下行业具备成长确定性	12
医美板块业绩复盘：医美龙头 21 年业绩增长靓丽	14
投资建议：头部公司表现靓丽，马太效应强化	18
免责声明	22

图表目录

图 1: 限额以上化妆品零售总额增速 (%)	5
图 2: 护肤品、彩妆淘系线上表现情况 (亿元、%)	5
图 3: 2021 年以来美护指数行情走势	6
图 4: 重点美妆个股行情走势	6
图 5: 化妆品板块年度营收增长情况	7
图 6: 化妆品板块年度净利润增长情况	7
图 7: 化妆品板块分季度营收增长情况	7
图 8: 化妆品板块分季度净利润增长情况	7
图 9: 化妆品公司营收增速情况	8
图 10: 化妆品板块分季度净利润增长情况	8
图 11: 化妆品板块毛利率、净利率情况	8
图 12: 化妆品板块年度费用率情况	8
图 13: 化妆品板块分季度毛利率、净利率情况	9
图 14: 化妆品板块分季度费用率情况	9
图 15: 各公司毛利率情况	9
图 16: 各公司净利率情况	9
图 17: 各公司销售费率情况	10
图 18: 各公司管理费率情况	10
图 19: 珀莱雅的产品思路转变	11
图 20: 贝泰妮公司产品均价变化情况	11
图 21: 2021 年 10 月美妆品牌 TOP10 私域渠道流量规模情况	11
图 22: 美妆上市公司多以线上为主	11
图 23: 科思股份营收、利润增长情况	12
图 24: 嘉亨家化营收、利润增长情况	12
图 25: 2019 年我国医美行业针剂合法比例	13
图 26: 我国 III 类医疗器械采用注册审批流程	13
图 27: 2021 年以来医美指数行情走势	14
图 28: 主要医美个股行情走势	14
图 29: 医美板块年报营收及增速情况 (亿元、%)	15
图 30: 医美板块各公司营收表现 (亿元)	15
图 31: 医美板块个股分季度营收情况 (亿元)	15
图 32: 医美板块个股分季度营收增速情况 (%)	15
图 33: 医美板块个股分季度利润情况 (亿元)	16
图 34: 医美板块个股分季度利润增速情况 (%)	16
图 35: 医美板块个股分季度毛利率情况 (%)	16
图 36: 医美板块个股分季度利润及增速情况 (亿元、%)	16
图 37: 爱美客单季度营收、利润增长情况	17

图 38: 华熙生物单季度营收、利润增长情况	17
图 39: 华韩整形单季度营收、利润增长情况	17
图 40: 朗姿股份单季度营收、利润增长情况	17

表 1: 《医疗器械分类目录》调整, 将“水光针”等按 III 类医疗器械监管	13
表 2: 贝泰妮盈利预测数据	18
表 3: 珀莱雅盈利预测数据	19
表 4: 爱美客盈利预测数据	19
表 5: 华熙生物盈利预测数据	20
表 6: 上海家化盈利预测数据	20
表 7: 水羊股份盈利预测数据	20
表 8: 可比公司估值表	21

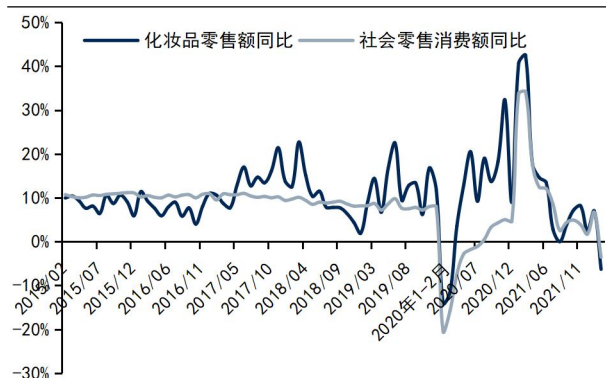
化妆品行业：龙头坚韧，强者恒强

行业表现：多因素扰动下行业增速趋缓

2021 年化妆品零售额同比+14%，增速呈现前高后低趋势；而 22Q1 受疫情扰动增速进一步承压。2021 年限额以上化妆品社零增速+14%，超出社零整体增速 1.50pct，具体来看，21 年上半年化妆品零售额在去年较低基数背景下迎来快速恢复，但进入下半年，随着消费大环境的承压，行业基数因素的影响，出现明显的放缓，而进入 22Q1，受到疫情反弹影响，化妆品一季度社零增速+1.8%，进一步放缓。但行业竞争格局明显优化，这一过程中头部企业的表现仍较靓丽。

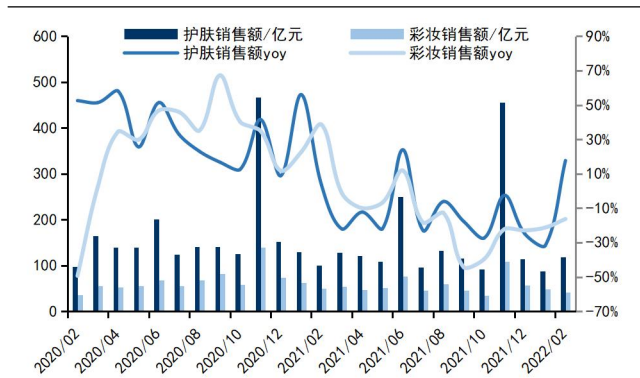
从线上表现来看，根据第三方淘数据，21 年全年淘系全网护肤品类 GMV 为 1844 亿元，同比-6.74%，彩妆 GMV 同比-12.96%，与此同时，抖音等新兴电商平台 GMV 逐步走高，对传统平台造成分流，流量逐渐去中心化，对企业的多平台运营能力提出了更高的要求。

图1：限额以上化妆品零售总额增速（%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

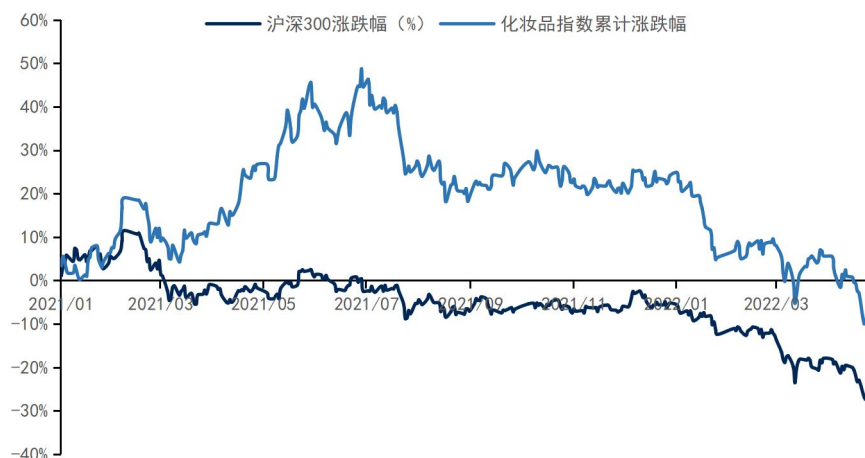
图2：护肤品、彩妆淘系线上表现情况（亿元、%）



资料来源：淘数据，国信证券经济研究所整理

从板块行情表现来看：整体来看 21 年 SW 美护指数持续跑赢沪深 300，但进入 21 年下半年，随着行业本身基本面走势的下行，以及大盘板块间的轮动变化，行情逐步走弱。而进入今年在疫情扰动以及大盘整体调整背景下，板块出现了进一步的回调，但在近期进入财报季后，随着龙头的靓丽业绩披露，带动板块走出了一定的相对收益。

图3：2021年以来美护指数行情走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

个股行情表现来看：2021年鲁商发展、拉芳家化、珀莱雅、贝泰妮、上海家化涨幅居前，进入2022年，受到消费大环境承压等因素影响，市场出现普跌行情，但龙头公司贝泰妮、珀莱雅等凭借较强的业绩表现，股价相对收益优势明显。

图4：重点美妆个股行情走势

证券代码	公司	2021年累计涨跌幅	22年初至今涨跌幅
300957.SZ	贝泰妮	18.29%	-0.75%
603605.SH	珀莱雅	21.36%	-1.75%
600315.SH	上海家化	17.93%	-22.97%
300740.SZ	水羊股份	-7.72%	-27.18%
600223.SH	鲁商发展	59.39%	-35.33%
603983.SH	丸美股份	-37.20%	-35.10%
603630.SH	拉芳家化	26.40%	-29.72%
688363.SH	华熙生物	13.20%	-13.17%
300792.SZ	壹网壹创	-29.64%	-34.13%
605136.SH	丽人丽妆	-8.97%	-40.87%
003010.SZ	若羽臣	-25.97%	-34.15%
300132.SZ	青松股份	-36.73%	-45.43%
300955.SZ	嘉亨家化	-52.67%	-33.37%
YSG.N	逸仙电商	-86.78%	-69.72%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

美妆板块业绩复盘：分化加速，强者恒强

化妆品板块我们选取的上市公司主要包括贝泰妮、珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份、拉芳家化、壹网壹创、丽人丽妆、科思股份和嘉亨家化。

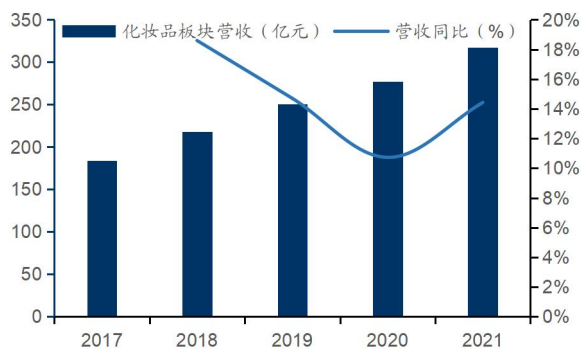
➤ 业绩：全年业绩整体向好，22Q1 收入增速高于利润增速

21年化妆品板块营收、净利双增长，高于20年增速。板块2021年实现营收317.41亿元，同比+14.42%，较20年+3.70pct，保持与化妆品社零相近增速；归母净利润

36.09 亿元，同比+17.27%，较 20 年+2.23pct，盈利能力整体取得较好恢复；

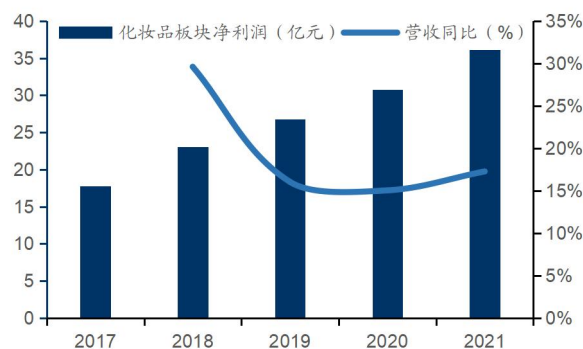
分季度来看，22Q4 收入、利润分别为 107.64、14.77 亿元，分别同比+9.60%、+19.88%，收入端环比 21Q3 有所放缓，利润端增速环比回升；22Q1 收入、利润分别为 74.56、7.48 亿元，分别同比+15.03%、+11.32%，增速远高于一季度化妆品社零增速，板块头部公司经营韧性加速显现。

图5：化妆品板块年度营收增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：化妆品板块年度净利润增长情况



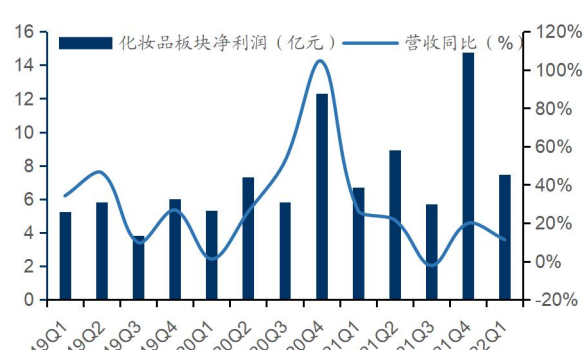
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图7：化妆品板块分季度营收增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：化妆品板块分季度净利润增长情况



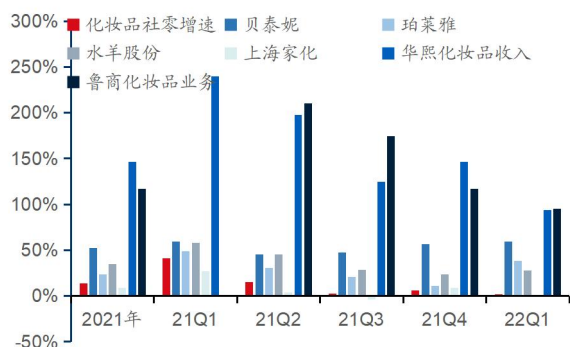
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

具体公司情况：业绩进一步分化，功效护肤龙头表现亮眼

具体来看，贝泰妮、珀莱雅、水羊股份、华熙（功能性护肤品）、鲁商发展（化妆品业务）22Q1 营收增速分别为+59.32%、38.53%、27.96%、94.0%、95.31%；上述化妆品品牌公司近年来通过前瞻性的产业布局，产品端具备差异化明显的研发特色，并建立了大单品矩阵；同时渠道端线上通过精细化和多元化布局，尽可能降低了行业性的流量成本费用上行影响。

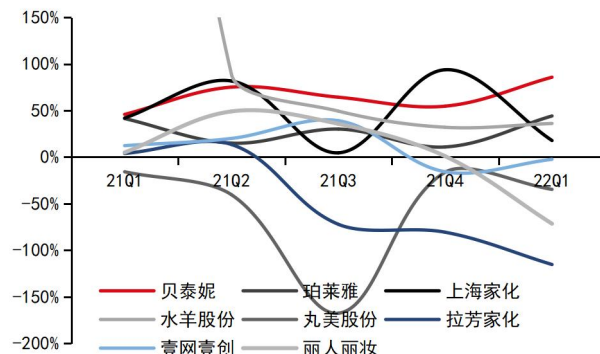
因此，上述品牌营收增速普遍高于化妆品行业社零增速水平，贝泰妮连续两个季度保持高于 50% 以上收入稳健增长，珀莱雅 Q1 业绩逆势实现加速增长，华熙生物及鲁商发展旗下功能性护肤品板块近两年持续发力，表现持续亮眼；利润端，在原料涨价、流量成本升高背景下，精细化费用管控能力要求进一步提高，贝泰妮、珀莱雅、上海家化、水羊股份通过精细化运营能力利润涨幅居前。

图9：化妆品公司营收增速情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：化妆品板块分季度净利润增长情况

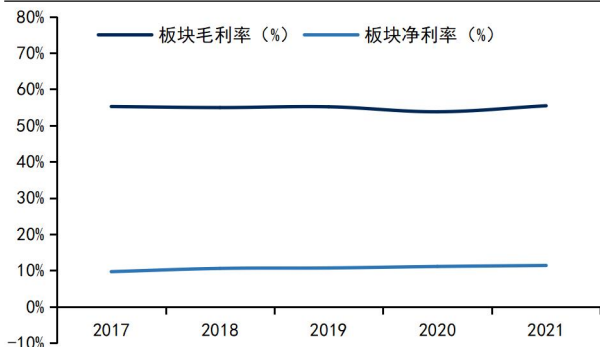


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

盈利能力和盈利能力稳定，个股呈现分化

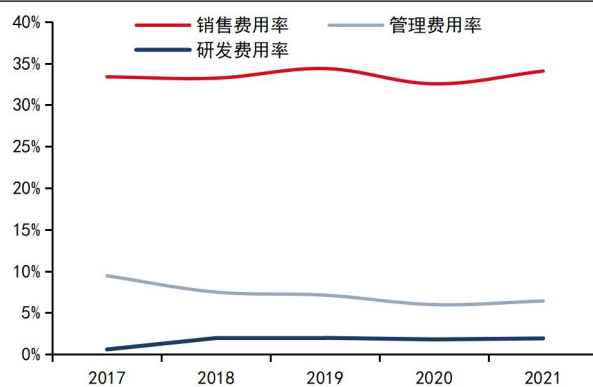
21 年板块毛利率、净利率均有所提升。21 年板块毛利率、净利率分别为 55.44%、11.37%，分别同比+1.65、+0.28pct，其中 20 年受收入准则调整影响（在新收入准则下，原计入销售费用的运费科目重分类至营业成本），板块整体毛利率和销售费用率均下降，今年在龙头企业品牌力提升、产品结构升级下毛利率水平回升；费用率方面，21 年销售费率、管理费率、研发费率分别为 34.07%、6.41%、1.91%，分别同比+1.53、+0.44、+0.12pct，在流量成本升高、持续加大新兴电商投入背景下，销售费率提升较明显。而 22Q1 各项费率同比较为稳定。

图11：化妆品板块毛利率、净利率情况



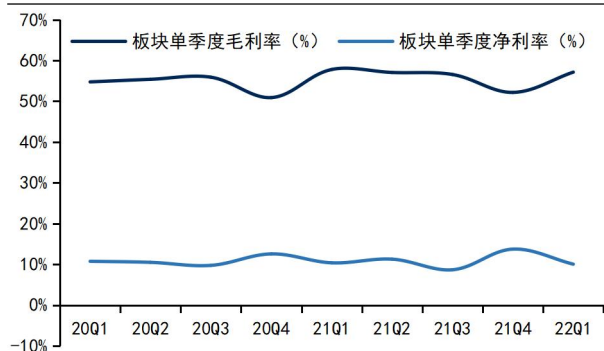
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：化妆品板块年度费用率情况



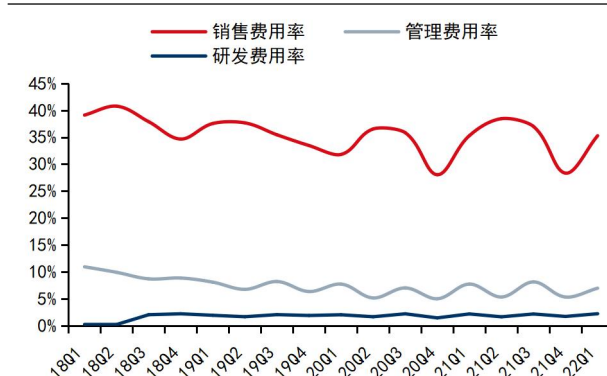
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 13: 化妆品板块分季度毛利率、净利率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

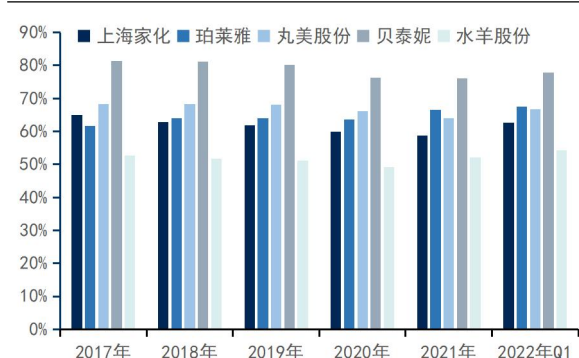
图 14: 化妆品板块分季度费用率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

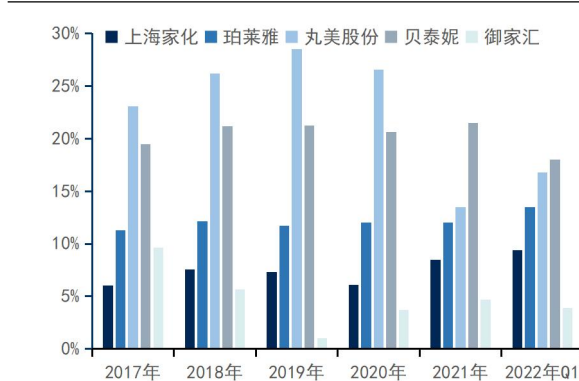
具体公司来看, 贝泰妮、珀莱雅毛利率、净利率水平居前, 丸美股份净利率水平有所下降, 主要系线上渠道转型期间费用投入较大; 具体来看, 珀莱雅费用率总体保持稳定; 贝泰妮 22 年 Q1 加大投入品牌形象推广宣传费用和营销人员薪酬费用, 销售费率同比+2.10pct; 上海家化受疫情环境影响, 减少了线下活动、会议和差旅费用, 管理费用有所下降; 水羊股份加大形象宣传推广投入, 22 年 Q1 销售费用率同比+3.08pct。

图 15: 各公司毛利率情况



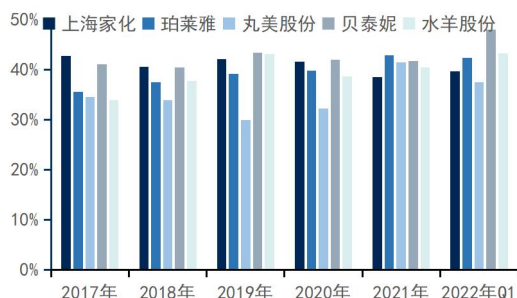
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 各公司净利率情况



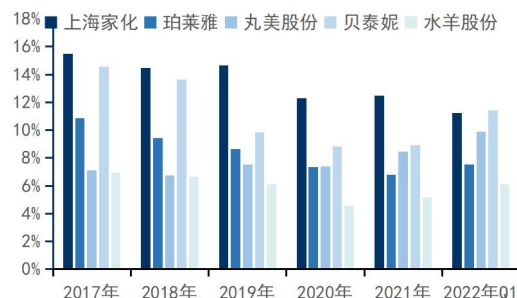
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 各公司销售费率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 18: 各公司管理费率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

多维度拆解美妆行业变革下产业链各环节竞争要素变迁

21 年至今, 我们看到美妆行业经历多重重大变革, 如新化妆品《条例》带来的政策监管加码、流量成本的持续升高、原料成本升高等, 上述因素对产业链各个环节均产生了深远影响。

➤ 品牌商: 回归产品力塑造, 大单品+多渠道逻辑持续得到验证

如前文所述, 美妆行业竞争环境正在持续优化, 一方面, 中小企业和非合规企业逐渐出清, 据企查查数据, 2021 年美妆吊销企业数量 88.6 万家, 同比+18%, 22Q1 化妆品社零增速降至历史低位; 另一方面, 龙头企业如贝泰妮和珀莱雅等依旧保持靓丽的业绩, 通过梳理相关上市公司财报, 我们总结出如下几点品牌商在行业变革下的关键竞争要素:

1) 产品端:

a、功效护肤为主流, 聚焦大单品: 从细分赛道来看, 近年来功效性护肤品行业发展迅猛, 相关品牌商紧抓功效护肤取得良好市场反馈, 如深耕“敏感肌”赛道的薇诺娜、主打抗衰精华的珀莱雅; 在此基础上, 通过打造明星单品矩阵, 头部品牌实现了稳健增长。如珀莱雅持续发力大单品策略, 21 年公司大单品犀利合计占珀莱雅品牌收入 25%+, 占天猫平台 60%左右; 薇诺娜两大明星单品防晒及特护双持续稳健表现, 其中特护霜 2017-2021 均实现公司收入 17%以上的占比, 成为公司业绩成长的稳定基本盘; 上海家化持续聚焦头部 SKU, 全品牌头部产品聚合度从 19 年的 56%上升至 21 年 71%, 进一步提升了公司毛利率水平。

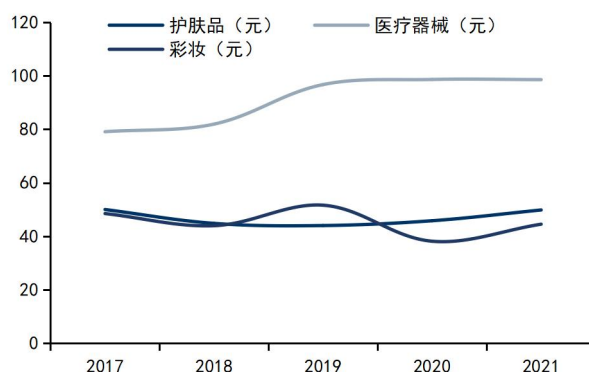
b、紧抓消费者需求, 持续产品推新丰富产品矩阵: 消费者需求一直在快速变化, 需求端倒逼品牌商持续变革; 如贝泰妮在 21 年成功研发上市了“屏障修护”、“紧致修护”等系列 40 余款新品, 通过成功的新品推广实现了产品端的新增量贡献; 珀莱雅继续围绕“双抗”和红宝石系列持续拓宽产品矩阵; 上海家化旗下的六神通过多场景、年轻化思维着手开发新品。头部品牌通过产品升级和创新实现产品结构的优化, 持续巩固竞争优势, 并通过产品结构的完善可以更好地应对原料成本上升等外界因素变化。

图19: 珀莱雅的产品思路转变



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图20: 贝泰妮公司产品均价变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 渠道端: 多平台运营能力要求提高, 线上线下同步寻求差异化

线上渠道方面, 贝泰妮、珀莱雅线上占比较高, 贝泰妮线上占比持续保持在 80% 以上, 珀莱雅 21 年线上占比 84.93%, 同比+14.92pct; 上海家化国内电商取得约 +20% 增长, 占比提升至 25.35%; 丸美股份继续加大渠道转型, 21 年线上收入占比提升至 60%; 同时各公司均在积极发力新兴电商平台开拓增量, 如贝泰妮发力私域体系建设, 珀莱雅在抖音渠道布局领先全行业。

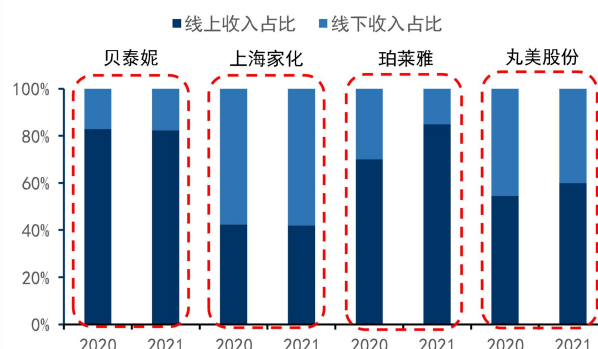
线下渠道方面, 在目前疫情下终端消费承压以及用户购买向线上转移过程中, 线下更多承担了品牌形象建设、即时满足消费者需求的功能, 各品牌商在线下寻求差异化; 贝泰妮线下加速开拓连锁药房渠道合作, 发挥线下网点引流优势, 塑造品牌专业化形象; 丸美股份线下美容院渠道取得稳中增长; 上海家化线下持续推动智慧零售, 智慧零售占比已超过线下渠道 10%。

图21: 2021 年 10 月美妆品牌 TOP10 私域渠道流量规模情况



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图22: 美妆上市公司多以线上为主



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上游原料端

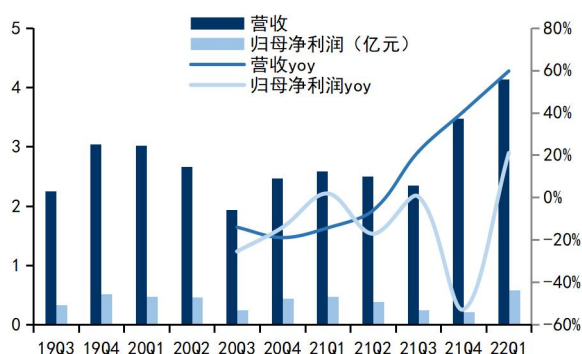
原料报送码要求实施后, 原料商与品牌商绑定关系加深, 原料商的竞争优势在于研发能力、与客户的绑定、成本转移能力以及充足产能; 以防晒剂龙头科思股份为例, 公司 21 年实现营收 10.9 亿元, 同比+8.1%, 归母净利润 1.3 亿元, 同比-18.7%, 22Q1 实现收入 4.1 亿元, 同比+59.6%, 归母净利润 5803 万元, 同比+21.0%; 21 年受到上游大宗原料价格大幅提高及海运费涨价影响而业绩承压, 未来关注成

本向下游的传导及产能爬坡情况。

➤ 上游代工厂

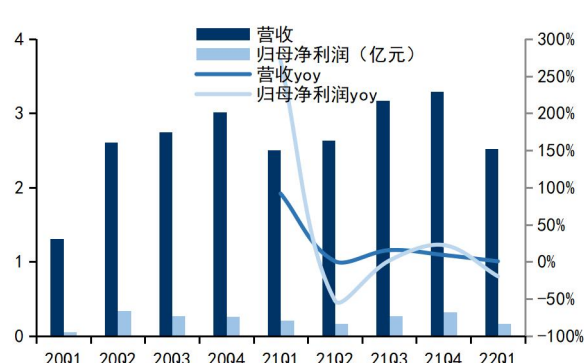
代工厂环节竞争壁垒较低，订单节奏受到产业链各环节适应新规的影响有所下降，伴随新规落地、疫情反复导致的停产停工以及原料断货涨价，代工厂市场进一步出清；其中青松股份 21 年实现营收 36.93 亿元，同比-4.44%，亏损 9.12 亿元，其化妆品业务（诺斯贝尔）因监管政策、折旧摊销及原料成本、运费上涨等多因素拖累亏损，公司对诺斯贝尔计提商誉减值准备 9.13 亿元；嘉亨家化 2021 年公司实现营收 11.61 亿元，同比+19.89%，受上游成本上涨的影响，毛利率同比-1.49pct 至 23.77%，公司持续加强与强生、宝洁、贝泰妮等头部客户合作规模与合作范围，同时公司进一步加大新锐品牌开发力度。

图 23：科思股份营收、利润增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 24：嘉亨家化营收、利润增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 下游代运营：代运营商在向轻资产模式转型，精细化运营能力要求提高。

代运营企业近年来随着行业线上化渗透率提升至较高水平，整体收入增速逐步放缓。未来更加考验企业的精细化运营能力，以及在新平台和新品类的开拓能力。具体来看，丽人丽妆 21 年营收 41.55 亿元、同比-9.67%，归母净利润 4.11 亿元，同比+20.99%；在大盘总体放缓以及公司部分品牌零售模式转为服务模式切换下，公司营收下降大，受益于公司管理的精细化程度生，盈利水平有所好转；壹网壹创 21 年实现营收 11.35 亿元，同比-12.59%，主要受与百雀羚旗舰店合作方式调整影响；归母净利润 3.27 亿元，同比+5.39%，近年来公司一方面持续向轻资产模式转型，另一方面也在积极探索新平台新品牌和新业务的发展潜力。

医美行业：监管持续加码，龙头有望受益

行业表现：供需两旺下行业具备成长确定性

➤ 政策端：监管持续加码，市场环境趋良

医美监管政策持续加码，去年以来市场监管部门针对医美下游机构运营环节展开了多项治理措施，主要打击了“黑医美”等违法经营的医疗美容机构。而进入 22 年，国家药监局对《医疗器械分类目录》进行调整，“水光针”、“射频美容类器械”、“整形用植入线材”按 III 类医疗器械监管，对于上游产品端也进一步明确相关产品的定位和规范，持续推动行业规范化发展。

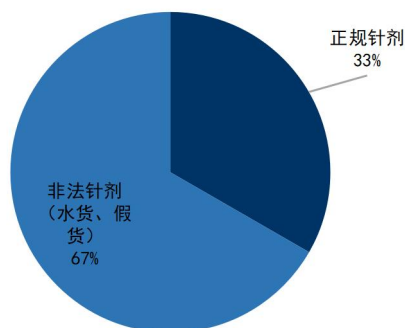
表1:《医疗器械分类目录》调整,将“水光针”等按 III 类医疗器械监管

子目录	一级类别	二级类别	产品描述	预期用途	类别
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形美容用注射材料	通常由注射器以及预装在注射器中的材料,或灌装在瓶中的材料(一般以透明质酸钠为主要成分)组成。产品不应含有发挥药理学、免疫学或者代谢作用的成分。	用于注射到真皮层,主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用,改善皮肤状态。	III
物理治疗器械	高频治疗设备	射频治疗(非消融)设备	通常由射频发生器、温度测量装置、治疗电极、电缆、中性电极用于治疗皮肤松弛,减轻皮肤皱(若有)等组成。纹,收缩毛孔,紧致、提升皮肤	设备通过治疗电极将射频能量(一般组织,或者治疗痤疮、腋痕,或以电流的形式)作用于人体皮肤者减少脂肪(脂肪软化或分解)及皮下组织,使人体组织、细胞发生病理/生理学改变。	III
无源植入器械	整形及普通外科植入物	整形用植入线材	通常由不可吸收或可吸收聚合用于植入面部组织,以提升松弛物组成,可带针或不带针。	下垂组织,纠正皱纹。	III

资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

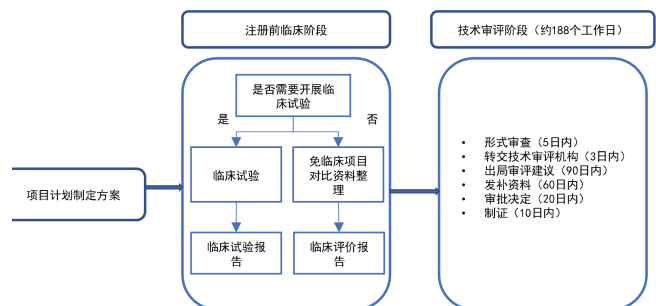
未来政策监管强化后合规产品有望持续扩容,具备相关合规产品的企业将受益。以受众广泛的注射类医美产品为例,目前医美注射类市场仍存在相当一部分假货/水货针剂。根据艾瑞专家调研显示,2019 年我国医美行业针剂合法比例仅为 1/3;而随着产品监管标准明确后上游合规产品的加速获批,通过丰富合规产品供给为行业的长期健康发展打下成长基础。在此背景下,基于监管部门严格把控,行业壁垒高,上游龙头企业有望率先享受合规化市场红利。

图 25: 2019 年我国医美行业针剂合法比例



资料来源:艾瑞咨询,国信证券经济研究所整理

图 26: 我国 III 类医疗器械采用注册审批流程

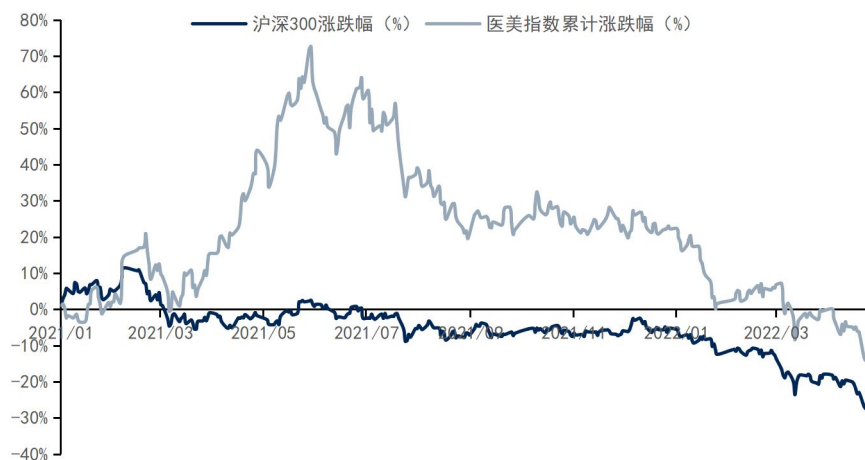


资料来源:国家药监局,国信证券经济研究所整理

➤ 板块&个股行情

从板块行情表现来看:医美板块 21 年年初股价表现较为突出,整体板块大幅跑赢大盘,而在下半年随着市场风格切换,受到医美相关政策密集出台带来的市场情绪影响,而进入 22 年至今,在大盘调整以及经营端收到疫情反弹影响下,板块整体仍在消化前期高估值压力。

图 27: 2021 年以来医美指数行情走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从个股行情表现来看: 21 年医美个股多呈现上涨, 但是 22 年初至今, 主流医美个股均呈现不同程度下跌, 一方面受到大盘整体普跌压力, 另一方面医美端估值在进一步消化, 伴随业绩披露, 上游产品端具备强业绩支撑, 爱美客等具备业绩高增长基础的标的近期股价有所反弹。

图 28: 主要医美个股行情走势

证券代码	公司	2021 年累计涨跌幅	22 年初至今涨跌幅
000615. SZ	奥园美谷	42. 78%	-25. 59%
688366. SH	昊海生科	45. 16%	-37. 61%
300896. SZ	爱美客	52. 74%	-4. 29%
002612. SZ	朗姿股份	16. 59%	-28. 06%
000963. SZ	华东医药	54. 15%	-16. 36%
688363. SH	华熙生物	13. 20%	-13. 17%
1696. HK	复锐医疗科技	185. 26%	-8. 66%
0460. HK	四环医药	79. 23%	-12. 50%
AIH. O	医美国际	-27. 95%	-57. 02%
2135. HK	瑞丽医美	-24. 36%	-36. 49%
2138. HK	医思健康	89. 64%	-25. 37%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

医美板块业绩复盘: 医美龙头 21 年业绩增长靓丽

医美板块我们选取的上市公司包括爱美客、华熙生物、昊海生科、华东医药、朗姿股份和华韩整形。由于多数企业为转型公司, 我们仅关注各公司的纯医美业务收入表现 (剔除了非医美业务收入), 综合来看医美板块 2021 年实现营收 56. 96 亿元, 同比+54. 95%, 较 2020 年+43. 17pct, 20 年受到疫情影响线下终端消费疲软, 21 年伴随需求进一步提升, 合规产品供给扩容, 头部上市公司业绩增长靓丽。

从具体公司年度表现来看, 爱美客 21 年收入同比增长 104. 1%至 14. 48 亿元, 归母净利润同增 117. 8%至 9. 58 亿元, 高成长主要受益于嗨体系列的持续放量以及

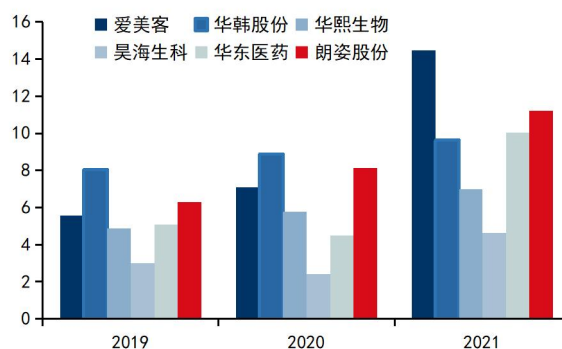
新品“濡白天使”贡献增量；华熙生物 21 年实现营收 49.48 亿元，同比+87.93%，归母净利润 7.82 亿元，同比+21.13%，其中剔除因股权激励确认的股份支付影响后同比+34.33%；华东医药医美业务（剔除华东宁波）21 年实现营收 10.0 亿元（+123.3%），其中国际医美/国内医美营收 6.7/3.7 亿元，同比+109%/+183%，其中少女针 21/22Q1 营收分别为 1.85/1.57 亿元，目前已签约 400 家机构，Sinclair 海外 21 年实现营收 6.7 亿元，同比+109%，22Q1 营收约 2.6 亿元，同比+163%，销售持续创新高；朗姿股份 21 年公司医美业务收入、利润分别为 11.2、0.37 亿元，由于新开高新米兰医院及晶肤扩店导致净利润有所下滑。

图 29：医美板块年报营收及增速情况（亿元、%）



资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 30：医美板块各公司营收表现（亿元）

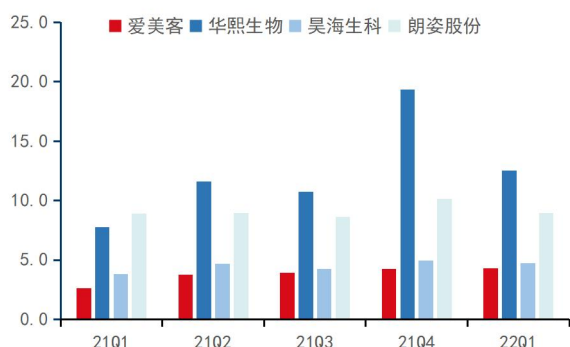


资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

分季度：从整体营收体量来看，华熙生物由于业务多元营收体量较大，其次为兼营女装业务的朗姿股份，爱美客、昊海生科分季度营收稳健增长；从增速来看，各公司经历去年上半年低基数、高成长的爆发期后，下半年增速有所回落，但整体来看，主营医美上游产品的爱美客、华熙生物营收增速较高，22Q1 分别取得 66.07%、61.57% 的高增速，昊海生科 22Q1 收入增速在 23.79%。

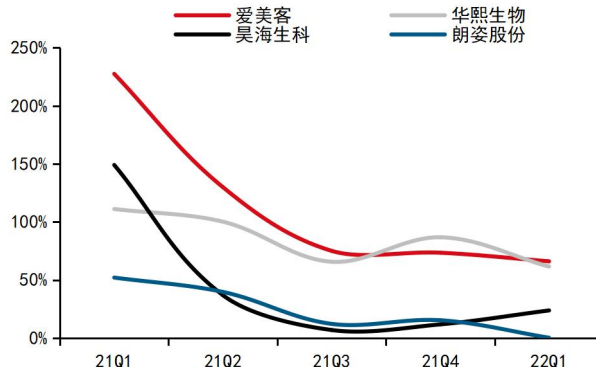
从利润体量来看，爱美客由于其高净利率实现较高利润总额；在利润增速方面，爱美客、华熙生物、昊海生科 22Q1 利润增速分别为 64.03%、31.07%、-37.17%，爱美客展现出优异的业绩成长性，昊海生科产量受到疫情影响带来业绩承压。

图 31：医美板块个股分季度营收情况（亿元）



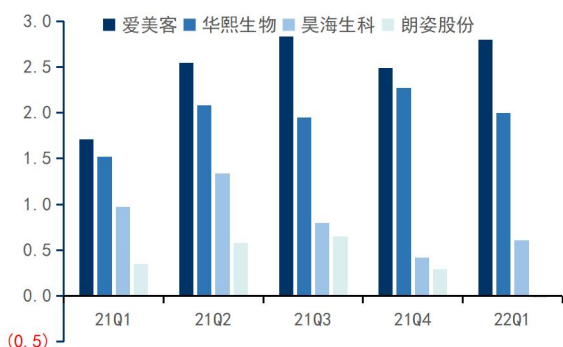
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 32：医美板块个股分季度营收增速情况（%）



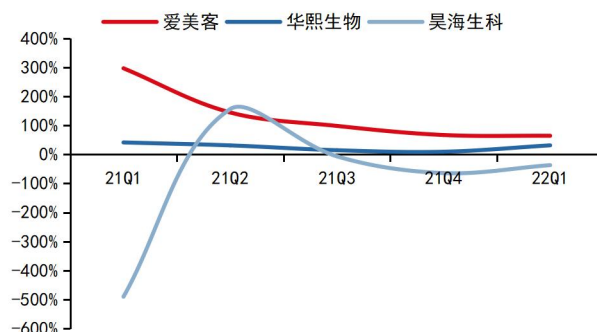
资料来源：WIND，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 33: 医美板块个股分季度利润情况 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

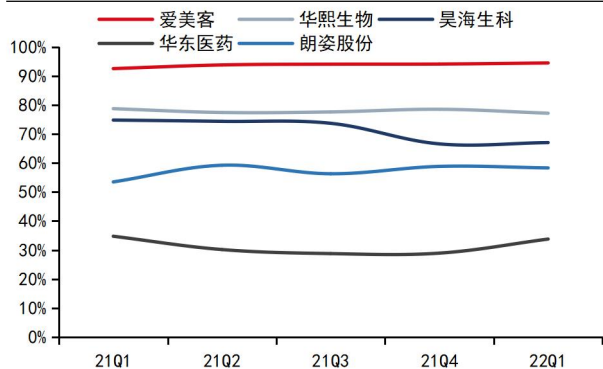
图 34: 医美板块个股分季度利润增速情况 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

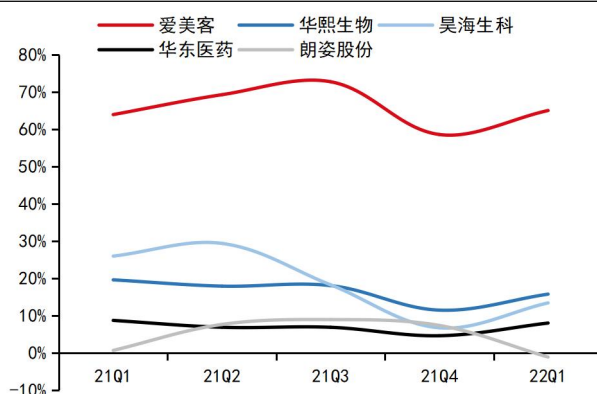
盈利能力方面, 爱美客、华熙生物毛利率、净利率居前, 其中爱美客 22Q1 毛利率、净利率分别为 94.45%、65.03%, 分别同比+1.95、1.10 pct, 受益于高毛利率产品占比提升、规模效应带来成本摊薄、产品议价能力高带动出厂价适当提高等多因素影响; 华熙生物 22Q1 毛利率 77.13%, 同比-1.56pct, 主要系终端产品的营销开拓带来相关销售费用的增加; 昊海生科受产量下降和基础型玻尿酸产品及部分人工晶状体产品价格下降的影响, 毛利率有所下降。

图 35: 医美板块个股分季度毛利率情况 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 36: 医美板块个股分季度利润及增速情况 (亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

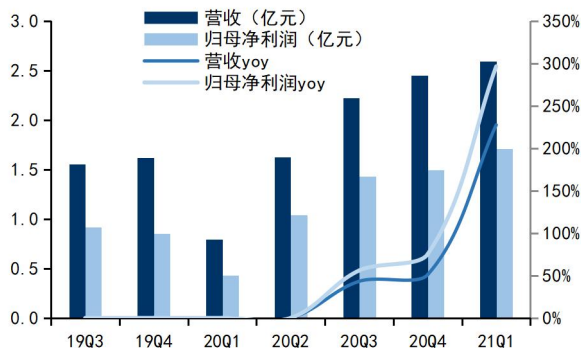
➤ 医美上游产品端: 上游毛利率水平高, 合规产品带动业绩成长

医美上游产品端以爱美客、华熙生物为代表。爱美客 2021 年收入同比+104.1%至 14.48 亿元, 归母净利润同增 117.8%至 9.58 亿元, 其中 Q4 单季度营收增长 73%, 增速环比 Q3 基本持平; Q4 归母净利润增长 67%, 增速较 Q3 放缓 31pct, 主要系公司的员工激励、研发投入增加等费用影响; 22 Q1 实现营收 4.31 亿元, 同比+66.07%, 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比+64.03%, 净利率水平达到 65%; 其中公司的主要产品系列“嗨体”系列预计增长 60%+, 去年新品“濡白天使”持续放量, 预计实现 4500 万左右收入, 收入占比超过 10%。

华熙生物 2021 年全年营收 49.48 亿元, 同比+87.93%, 实现归母净利润 7.82 亿元, 同比+21.13%, 其中剔除因股权激励确认的股份支付影响后同比+34.33%, 医疗终端业务取得同比 21.54%的稳健增长, 其中皮肤类医疗产品实现收入 5.04 亿元, 同比+15.88%, 其将“御龄双子针”打造为爆品, 21 年累计销售超过 25 万支, 链

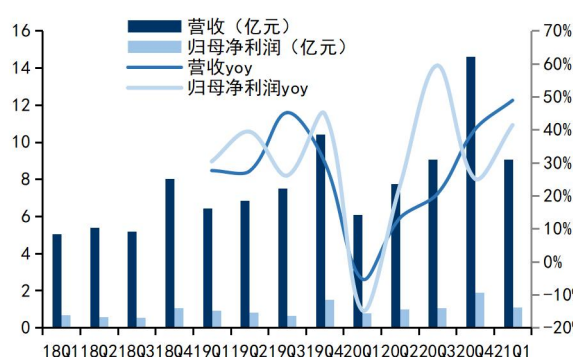
接 1000 多家医美机构；22Q1 实现营收 12.55 亿元，同比+61.57%，归母净利润 2 亿元，同比+31.07%。

图 37：爱美客单季度营收、利润增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 38：华熙生物单季度营收、利润增长情况



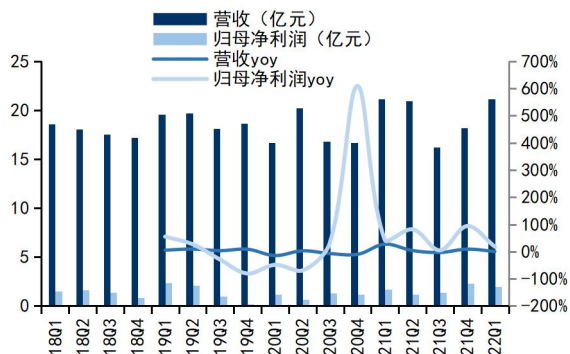
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

➤ 医美中下游机构端：资本热潮减退后，回归机构生态布局打造能力

2021 年在资本驱动下，相关上市公司加码收购布局具备优质点位和专业资质的医美机构，实现业绩增量贡献，同时去年初在疫情缓解带动下终端需求恢复下，头部医美机构取得恢复性增长；但随着疫情的反弹以及激烈的竞争，下半年增速均一定放缓；与此同时，医美机构众多、点位分散且良莠不齐，未来相关上市公司对医美机构的运营将回归到对整体生态布局的打造。

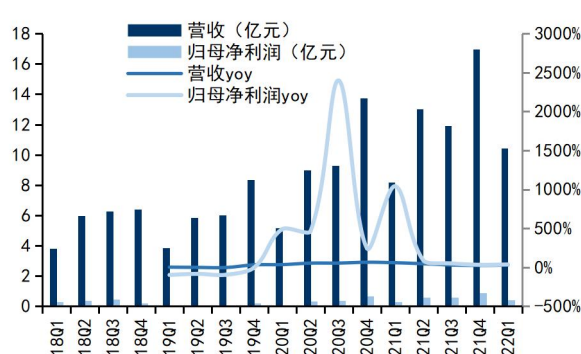
以业务较为纯正的华韩整形为例，公司 21 年实现营收 9.63 亿元，同比+8.50%，归母净利润 0.91 亿元，同比-13.64%，主要收到疫情反弹，以及获客成本、推广费用升高下对利润端影响；朗姿股份 21 年公司医美业务收入、利润分别为 11.2、0.37 亿元，由于新开扩店带来推广费用提升导致净利润有所下滑；22Q1 公司整体营收 8.94 亿元，同比+0.26%，归母净利润-0.02 亿元，同比-106.37%，利润端受到迎疫情反弹影响承压较大。

图 39：华韩整形单季度营收、利润增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 40：朗姿股份单季度营收、利润增长情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资建议：头部公司表现靓丽，马太效应强化

综合来看，美护行业整体虽然受消费环境承压、疫情反弹以及监管政策变化等影响有所放缓，如 22 年 Q1 化妆品行业增速仅为 1.8%。但行业竞争格局优化明显，头部企业的增速均仍有稳健表现，化妆品板块公司 22Q1 收入及利润分别实现增长 15.03%、/11.32%，好于行业整体，其中部分公司甚至实现了加速增长。医美板块上游头部企业在行业竞争环境持续优化同样表现突出。具体来看：

1) 美妆领域：赛道长期景气度依旧，但在消费者需求升级、流量红利弱化以及政策监管加码下，行业成长正逐步由渠道驱动转向产品驱动。对企业提出了更高的要求，需要通过产品研发深耕、全渠道精细化布局，以及多品牌矩阵的搭建，建立全方位的竞争优势以应对行业变革，而这一过程中随着行业门槛的提升也必将推动企业间的持续分化，竞争格局的优化也将为头部企业提供良性竞争土壤。凭借不断夯实的经营壁垒，未来龙头企业仍有望延续较为确定性的快速成长，在当前消费环境下展现突出的业绩高增长稀缺性。

因此我们重点推荐基本面扎实，多品牌孵化打造多极增长的国货龙头：贝泰妮、珀莱雅、水羊股份、上海家化及鲁商发展等。

2) 医美领域：随着监管措施的实施，行业合规化进程加速，下游出清了大量非法医美机构，上游产品获批进度加快，进一步丰富了合规医美产品供应，有望取代水货市场份额，满足高景气的终端医美需求。因此，Q1 具备较高经营壁垒的头部上游生产企业，凭借强大的产品管线布局，以及兼具较强粘性和拓展能力的渠道布局，在消费不振和疫情反弹的不利背景下，继续实现了高速增长。

随着前期股价调整到位，相关龙头企业长期布局价值有望显现，继续推荐板块优质龙头爱美客、华熙生物等。

➤ 贝泰妮：一季度利润加速增长 85%，功效护肤龙头优势持续深化

公司作为国产美护龙头，紧密围绕功效护肤，通过多年深耕已建立坚实品牌壁垒，核心品牌“薇诺娜”表现持续强劲，品牌知名度及客户忠实度不断提升。伴随研发加持下产品的不断推新升级，以及渠道端全平台加速拓展，公司有望进一步夯实功效性护肤龙头地位；同时公司也在积极推进多品牌多品类布局，助力长期稳定增长。预计 2022-2024 年归母净利润 11.9/16.1/21.8 亿元，同比增速 38%/35%/35%；当前股价对应 PE 为 68/50/37x，维持“买入”评级。

表2：贝泰妮盈利预测数据

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,636.49	4,022.40	5,651.90	7,649.62	10,131.15
(+/-%)	35.64%	52.57%	40.51%	35.35%	32.44%
净利润(百万元)	543.51	862.92	1,190.44	1,611.51	2,178.64
(+/-%)	31.94%	58.77%	37.95%	35.37%	35.19%
每股收益(元)	1.51	2.04	2.81	3.80	5.14
EBIT Margin	26.12%	26.82%	23.58%	23.70%	24.24%
净资产收益率(ROE)	45.33%	18.15%	20.86%	23.03%	24.93%
市盈率(PE)	126.15	93.38	67.79	50.13	37.06

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

➤ 珀莱雅：一季度业绩加速增长，产品升级及多品牌布局效果突显

在当前流量变迁、监管趋严、疫情反复等多重行业因素影响下，公司在业绩方面依旧取得了亮眼表现，公司通过产品升级和渠道开拓，21 年和 22 年 Q1 业绩增速

均好于行业平均水平；短期疫情反弹影响也相对有限，公司湖州工厂目前生产正常进行，且供应较为稳定。全年来看，公司将通过大单品策略的持续践行、布局新兴渠道的先发优势、多品牌矩阵加速布局，实现持续业绩稳定快速发展。我们预计 22-24 年归母净利润为 7.3/9.0/10.9 亿元，同比增速 27/23/21%，当前股价对应 PE 为 53/43/36x，维持“买入”评级。

表3：珀莱雅盈利预测数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4633.15	5806.63	7052.58	8487.63	10,185
(+/-%)	23.47%	25.33%	21.46%	20.35%	20.0%
净利润(百万元)	576.12	732.39	901.27	1094.06	1531
(+/-%)	21.03%	27.13%	23.06%	21.39%	39.9%
每股收益(元)	2.87	3.64	4.48	5.44	7.61
EBIT Margin	17.48%	13.71%	13.95%	14.08%	16.5%
净资产收益率 (ROE)	20.03%	21.42%	22.06%	22.35%	25.4%
市盈率 (PE)	82.09	67.79	53.45	43.43	35.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

➤ 爱美客：营收及利润增速均超 60%，盈利能力表现稳健

虽然短期疫情反复对线下医美机构营业造成一定影响，但中长期看医美消费需求仍较旺盛，短期被压制的需求也会在疫情后被逐步释放，且公司作为国内轻医美注射类产品龙头，凭借高产品认知度和渠道运营能力，将保持较强经营韧性。产品线中，“嗨体”系列间持续受益于市场知名度和口碑提升，“濡白天使”作为再生材料领域的优势竞争品类，有望加速放量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润预测为 14.82 亿/20.73 亿元/27.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 73/52/39x，维持“买入”评级。

表4：爱美客盈利预测数据

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	709.29	1,447.87	2,345.80	3,431.18	4,756.93
(+/-%)	27.18%	104.13%	62.02%	46.27%	38.64%
净利润(百万元)	439.75	957.8	1481.92	2073.42	2778.01
(+/-%)	43.93%	117.81%	54.72%	39.91%	33.98%
每股收益(元)	3.66	4.43	6.85	9.58	12.84
EBIT Margin	75.15%	77.96%	69.37%	66.87%	64.80%
净资产收益率 (ROE)	9.70%	19.04%	24.13%	26.94%	28.41%
市盈率 (PE)	136.61	112.86	72.99	52.19	38.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

➤ 华熙生物：归母净利润同比增长 31%，功能性护肤品业务持续优异

公司作为全球知名的生物科技公司 and 生物活性材料公司，有望通过加速内生外延，不断完善和壮大旗下业务矩阵。具体来看：原料业务积极开拓国内市场下稳健增长，并有望进一步受益食品级玻尿酸及其他生物活性物原料打开需求空间；医疗终端业务中医美业务升级和聚焦润致品牌，针对性布局面部年轻化解决方案，同时公司有望积极通过内生外延方式，持续丰富产品管线；功能性护肤业务受益于行业红利的同时，公司自身也在积极开拓新兴渠道及新品类拓展，未来仍具成长空间；功能性食品业务将完善产品矩阵，并有望逐步成为公司第四成长驱动力。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 10.64 亿元/14.26 亿元/18.77 亿元，当前股价对应 PE 分别为 60/45/34x，维持“增持”评级。

表5：华熙生物盈利预测数据

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,632.73	4,947.77	7,115.96	9,698.29	12,346.77
(+/-%)	39.63%	87.93%	43.82%	36.29%	27.31%
净利润(百万元)	645.84	782.33	1063.6	1425.87	1876.71
(+/-%)	10.29%	21.13%	35.95%	34.06%	31.62%
每股收益(元)	1.35	1.63	2.22	2.97	3.91
EBIT Margin	32.21%	21.54%	16.79%	17.13%	17.71%
净资产收益率(ROE)	12.87%	13.73%	16.41%	18.93%	21.05%
市盈率(PE)	98.52	81.60	59.91	44.78	34.02

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

➤ 上海家化：疫情下彰显经营韧性，百年龙头持续复苏进行时

公司持续聚焦头部 SKU 提升毛利率水平，主要护肤品牌通过大单品和创新新品持续巩固行业地位，营销方面持续创新输出品牌价值，发力新零售和兴趣电商进行渠道进阶，进一步夯实竞争优势，我们预计 22-24 年归母净利润 8.14/10.18/12.23 亿元，同比增速 25%/25%/21%；摊薄 EPS 为 1.20/1.50/1.81 元，当前股价对应 PE 为 26/21/17x。维持“买入”评级。

表6：上海家化盈利预测数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,032.39	7,646.12	8,810.63	9,987.73	10,924.58
(+/-%)	-7.43%	8.73%	15.23%	13.36%	9.38%
净利润(百万元)	430.20	649.25	814.24	1018.00	1232.10
(+/-%)	-22.78%	50.92%	25.41%	25.02%	21.03%
每股收益(元)	0.63	0.96	1.20	1.50	1.81
EBIT Margin	7.31%	9.08%	9.57%	10.79%	11.52%
净资产收益率(ROE)	6.62%	9.32%	10.93%	12.63%	14.00%
市盈率(PE)	49.86	32.72	26.18	20.94	17.35

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

➤ 水羊股份：双业务驱动高效增长，盈利能力持续改善

公司 2021 年实现营收利润双高增，达成 2021 年股权激励目标。22 年则在“四双战略”深化继续实现稳健表现，公司将持续推动自有品牌资产沉淀，打造多品牌矩阵，提升全渠道运营能力，持续构建品牌和平台生态，在美妆赛道中行稳致远。我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.38/4.66/5.75 亿元，同比增速为 43%、38%、23%，当前股价对应 PE 为 14/10/8x，维持“增持”评级。

表7：水羊股份盈利预测数据

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,010.12	6,593.32	8,037.26	9,242.85
(+/-%)	54.02%	34.86%	31.60%	21.90%	15.00%
净利润(百万元)	140.27	236.42	338.88	465.97	575.40
(+/-%)	415.28%	68.54%	43.34%	37.51%	23.48%
每股收益(元)	0.34	0.57	0.82	1.13	1.40
EBIT Margin	6.75%	7.31%	6.01%	6.77%	7.17%
净资产收益率(ROE)	10.37%	14.78%	18.12%	20.77%	21.28%
市盈率(PE)	34.85	20.79	14.45	10.49	8.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表8：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E		
300957	贝泰妮	190.49	806.92	2.04	2.81	3.80	5.14	93.38	67.79	50.13	37.06	52.44%	1.39	1.39	买入
603605	珀莱雅	194.55	391.06	2.87	3.64	4.48	5.44	67.79	53.45	43.43	35.76	21.57%	2.18	2.18	买入
600315	上海家化	31.41	213.47	0.96	1.20	1.50	1.81	32.72	26.18	20.94	17.35	10.04%	0.72	0.72	买入
300740	水羊股份	11.85	48.77	0.57	0.82	1.13	1.40	20.79	14.45	10.49	8.46	14.57%	0.24	0.24	增持
300896	爱美客	499.99	1,081.78	4.43	6.85	9.58	12.84	112.86	72.99	52.19	38.94	19.12%	0.88	0.88	买入
688363	华熙生物	133.00	639.84	1.63	2.22	2.97	3.91	81.60	59.91	44.78	34.02	12.38%	2.22	2.22	增持
603983	丸美股份	21.47	86.27	0.62	0.63	0.75	0.89	34.63	34.08	28.63	24.12	5.90%	-1.95	-1.95	增持
300792	壹网壹创	32.92	78.57	1.37	1.82	2.29	2.75	24.03	18.09	14.38	28.57	12.46%	1.45	1.45	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032