

美容护理

报告日期：2023年03月28日

23Q1 前瞻：医美复苏提速，美妆分化加剧

——美容护理行业 2023 年一季报前瞻

投资要点

□ 医美：医美引领疫后复苏，其中 1 月下滑，2-3 月高增，4-5 月再提速

需求快速回暖+医院积极促销，医美加速复苏。1) 短期受益于医美疫后修复确定性强，速度快。轻医美项目多疗程、高复购、高粘性，且核心客户面向收入稳定的中高消费人群，消费力更有保障。2) 中长期受益于渗透率和消费频次的双重提升。中国医美渗透率仍为个位数，在市场教育、技术升级、消费下沉等驱动下保持高增。

1 月下滑，2-3 月高增，4-5 月再提速。1 月为疫情感染高峰期，暂不适合做医美，叠加春节过年早医美医院放假早等原因，1 月终端客流同比减少，行业普遍出现同比下滑，但医美特点在于“需求没有消失，只是延迟消费”，2-3 月会补做医美；2 月多数消费者阳康超过半个月，叠加社交场景恢复医美需求回暖、以及春节错月的低基数等，行业普遍高增；3 月进入基数正常状态，但医美机构持续复苏势头不减；4-5 月考虑到 22 年上海疫情严峻导致的低基数，预计同比增速创上半年高峰。

我们预计：23H1 以老客复购为主，23H2 可以看到新客户开拓带来的显著增量。疫情对医美行业的主要影响并非医美医院营业受限，而是需求端渗透率提升受限，消费者居家较多+出行戴口罩，医美诉求减弱，特别是非医美客户转化为医美客户的难度增加。随着社交场景复苏，老客户率先复购并提升医美消费频次；3-6 个月后，潜在客户开始逐渐产生医美诉求-研究种草-到店消费，最终转化为医美客户。

□ 美妆：从渗透率提升转变为格局优化逻辑，我们初步得到三个结论

化妆品增速特别是电商增速略放缓，竞争加剧是行业从业者最直观的感受。据国家统计局，2021 年及之前化妆品社零增速明显超过社零整体；2022 年化妆品持续跑输社零增速，22 年社零总额/化妆品同比+1.4%/-4.5%。行业红利走弱+营销成本高企，精细化运营是保持势头的基础。

行业短板效应显现已迎来格局优化，实力和运气不可或缺，新品牌孵化难度空前，行业格局初定。国货全能型龙头崛起+国际大牌中规中矩+中小品牌淘汰率高，化妆品行业要求愈发严苛，营销/产品力/架构/供应链缺一不可。从结果看，前期主要靠“运气”加持品牌或走下坡路，行业增速放缓+缺少显著流量洼地+综合实力要求高背景下，新品牌孵化难度较前几年倍增，化妆品格局有望趋于优化稳定。

推新品+子品牌是成长决定性因素，前瞻方向判断准确性愈发重要，其背后底层基础是“扁平化、高效化、数据化、网格化的组织架构”。1) 推新品在精不在多，精准结合消费趋势+品牌势能是核心，行业已基本告别以新品数量取胜阶段，更适合聚焦性单品策略；2) 主品牌增速放缓不可避免，子品牌孵化时不我待。

□ 前瞻：23Q1 医美行业普遍复苏提速，美妆分化如逆水行舟不进则退

23Q1 医美前瞻：预计爱美客收入和利润同比增速均 30%-40%；预计华东医药国内少女针业务收入增速 30%-40%，随着规模效应提升净利率略有提升。

23Q1 化妆品前瞻：化妆品品牌大多并没有因疫情造成低基数，主要系很多龙头品牌电商占比 7-9 成，受冲击较小（如珀莱雅/贝泰妮/华熙生物），且几轮较严重疫情影响基本避开关键促销节点 618（估算销售额通常占全年的 10%-15%）、双 11（估

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：汤秀洁

执业证书号：S1230522070001
tangxiujie@stocke.com.cn

分析师：王长龙

执业证书号：S1230521020001
wangchanglong@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《乐观，更乐观 ——2023 年医美行业投资策略》 2022.12.14
- 2 《医美化妆品风险排查手册 2023》 2022.12.11
- 3 《【浙商轻工纺服】22H1 医美化妆品中报复盘：医美静待估值切换，美妆提前布局双十一》 2022.09.07

算销售额通常占全年的 20%-35%)，因此化妆品并没有出现普遍高增情况，分化较为明显。其中 23Q1 预计珀莱雅净利润同增 25%-35%、贝泰妮净利润同比-5% ~ +5%、华熙生物净利润同比 0% ~ 10%、科思股份净利润同比 50% ~ 70%。

□ **投资观点：美护板块长期成长性不减，医美和美妆各三条投资主线**

医美：

①上游更上一层楼。明星产品业绩增速确定性高，业绩和估值修复先行；新品第二增长曲线陆续验证，估值体系重回较高 PEG。坚定看好爱美客（嗨体系列势头不减，看好再生和水光两大领域布局）、华东医药（少女针已验证医美实力，减肥和光电市场蓄势待发）；

②终端困境已反转。疫情期间多修炼内功提升管理效率，疫后复苏外延扩店/扩渠道等迎接触底反弹。建议关注朗姿股份（医美医院龙头，关注开新店+外延收购预期）、雍禾医疗（植发龙头，陆续恢复营业并推进新店计划）、固生堂（中医诊疗龙头）、医思健康（香港龙头医美医院，受益客群赴港医美）等。

③掘金胶原蛋白新赛道。建议关注新细分赛道的龙头：巨子生物（港股 3 月已进通，24 年有望获批胶原蛋白医美产品）、锦波生物（北交所 IPO，目前唯一获批重组胶原蛋白 III 类械医美注射产品的公司）。

建议关注：爱美客（23 年 3 月 28 日股价对应 23 年 PE 62X）、朗姿股份（23 年 3 月 28 日股价对应 23 年医美约 PS 4 倍）

美妆：

①从乐观预期中寻找确定性。禀赋优势凸显，短期主品牌高成长性预期充分，今明年新品类/子品牌/新赛道均有成长加速度潜力，看好再向上突破机会，推荐珀莱雅、鲁商发展，建议关注巨子生物。

②从悲观预期中掘金高弹性。22 年股价回调较多，主要系解禁减持制约+增速放缓+负面信息扰动等，市场处于悲观预期且边际再向下可能性小。看好龙头增长韧性，预期后续品牌势能回升且估值修复，向上突破弹性强。推荐贝泰妮、华熙生物、上海家化。

③把握制造端向上突破机会。23 年看好产能释放+新品类扩展+新客户开拓+组织架构理顺等内部催化，推荐科思股份。

建议关注：珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、科思股份，23 年 3 月 28 日股价对应 23 年 PE 分别为 50X、41X、38X、18X。

□ **风险提示：新品上市不及预期、医疗安全事故、人才流失、竞争加剧等风险**

表：重点公司一季报前瞻

	上市公司	市值 (亿元)	23Q1 收入 增速 E	23Q1 利润 增速 E
300896.SZ	爱美客	1193	30%-40%	30%-40%
603605.SH	珀莱雅	504	25%-30%	25%-35%
300957.SZ	贝泰妮	508	-5%~5%	-5%~5%
688363.SH	华熙生物	539	0~10%	0~10%
300856.SZ	科思股份	84	15~20%	50~70%

数据来源：wind、浙商证券研究所

注：市值为 23 年 3 月 28 日；以上营收利润增速均为分析师预测，仅供参考

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>