



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告

2023年5月4日

行业：美容护理

增持

品牌分化，拐点渐近

——美妆&新消费行业

2022年年报&2023年一季报总结

分析师：王盼SAC编号：S0870523030001

核心结论

1、化妆品板块：总体因消费需求偏弱导致行业贝塔斜率恢复不及预期，大部分龙头化妆品公司23Q1线上销售数据表现较差，部分龙头如珀莱雅线上仍保持较高增速，二线品牌丸美股份等化妆品公司因线上渠道变革，及推新产品迎合市场需求等转型卓有成效。我们认为，23Q2部分在23Q1面临较大销售压力的公司，或因为一些不利因素的退却，及自身组织变革等原因或将会迎来一些积极的变化，因此我们对23Q2一些有正向边际改善，或有业绩拐点的公司保持密切关注，同时，期待行业贝塔的逐渐回暖，带来行业整体估值的回升。

2、医美板块：复苏程度强于化妆品板块，主要由于客流更多在线下，区别于化妆品行业以线上销售为主的商业模式。轻医美相比手术占比逐渐提升，线下客流量的恢复，更高客单价的再生材料，及销售求美解决方案组合的方式，医美23Q1整体恢复程度较好。我们将密切关注市场上新的针剂材料如胶原蛋白等的研发进展情况，三类械产品的拿证进展及行业竞争格局的变化。

3、新消费板块：宠物赛道因海外出口销售占比较大，海外去库存影响较大，因此23Q1业绩表现较为一般，但随着海外库存去化完毕，我们认为23Q2宠物板块或将迎来边际改善。伴随越来越多的宠物公司上市，板块矩阵壮大，热度将会持续提升。更多的宠物消费人群，及宠物数量的上升，对宠物的重视程度深化，也将刺激整个赛道的供给与需求。我们也将密切关注合成生物学，代糖，植物提取，保健品，AI，新消费等相关商业模式的公司，符合消费升级及时代浪潮趋势。

4、23Q2关注：爱美客、华东医药、珀莱雅、巨子生物、贝泰妮、华熙生物、上海家化、水羊股份等。

风险提示：消费需求持续低迷；新品推出不及预期；行业复苏低于预期；监管政策超预期变化；行业竞争加剧；产品质量及品牌声誉风险；医疗事故风险；重要股东减持风险。



目录

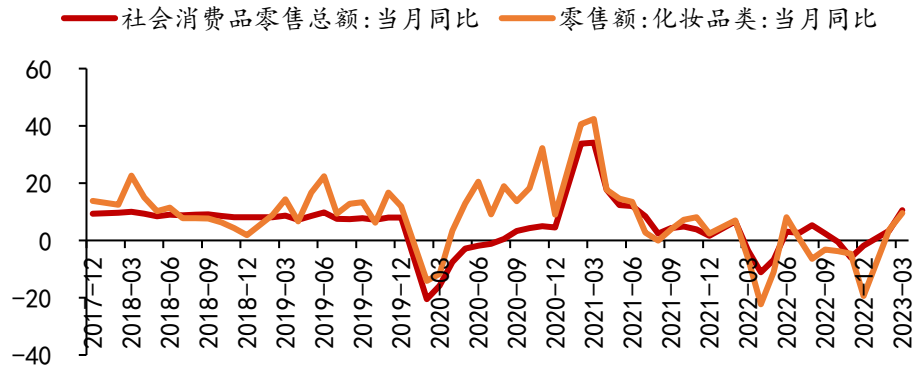
Content

- 一、美妆&新消费行业22年年报及23年一季报分析
- 二、基金持仓及北上资金情况
- 三、估值情况
- 四、投资策略
- 五、风险提示

1. 美护行业：化妆品23Q1承压，医美复苏相对较好

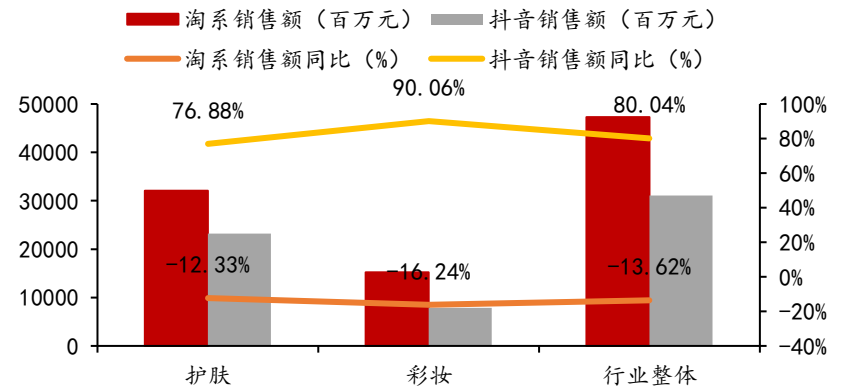
- 2023年1-3月化妆品零售额37855亿元，累计同比增长5.9%。其中，3月同比增长9.6%，主要系22年3月国内疫情反复、封控背景下物流受阻、线下门店客流减少，以及总体消费信心减弱等因素导致22年该时间段基数较低。但由于22年双十一疫情囤货，品牌方23Q1上新较少，平台大促未给予较大支持等多方面原因，23Q1化妆品线上主要平台消费承压，但我们预计化妆品在接下来618等节日效应带动下，有望逐步回暖。
- 化妆品线上情况：23Q1，化妆品线上主要销售渠道（淘系+抖音）销售额783.68亿元，同增8.84%。其中，3月销售额抖淘平台320.87亿元，同增16.11%，环增22.94%。3月淘系销售额195.12亿元，同降9.0%，环增23.38%；抖音销售额为125.74亿元，同增103.03%，环增22.26%。
- 医美线下情况：23Q1，我国新增医美相关企业9103家，同增33.53%。根据我们线下观察及医美龙头公司爱美客23Q1业绩情况，总结23Q1医美板块复苏相比化妆品更为深化，主要在于医美客流更多呈现线下到店需求形式。22年受疫情影响，许多医美医疗终端机构呈现歇业闭店状态。同时，机构端过去以玻尿酸、肉毒素为获客重要方式的商业模式盈利能力较低，我们认为未来将有更多医美终端医院主动大力销售客单价更高的再生类医美针剂材料，为客户提供更好的求美解决方案的同时增加客单价与用户粘性，带动医美线下复苏。

图1：2017年-2023年3月社消及化妆品零售额单月同比增速（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图2：23Q1化妆品线上销售情况



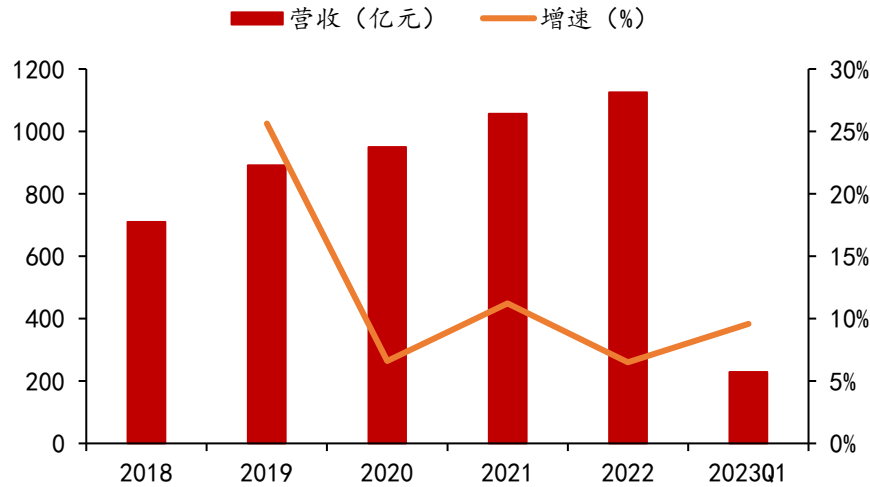
资料来源：Wind，上海证券研究所



1. 美护行业：化妆品23Q1承压，医美复苏相对较好

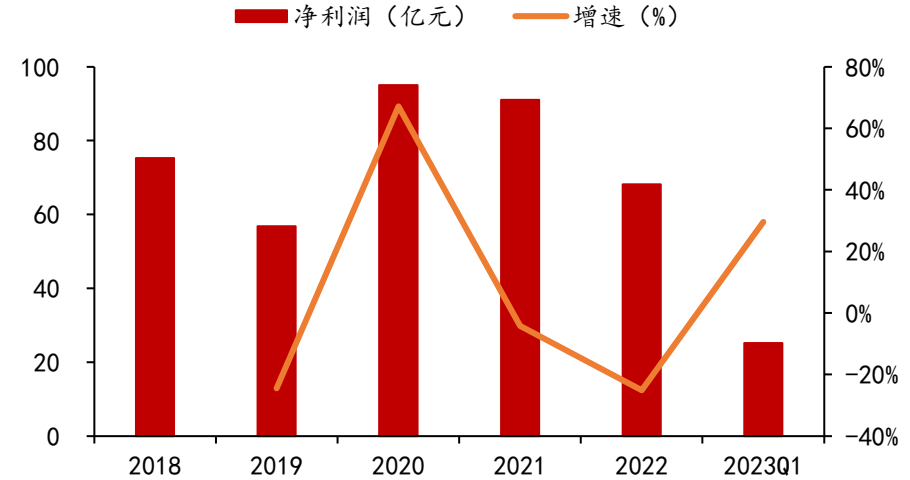
- 2022年美容护理行业营收为1124.88亿元，同增6.5%，2018-2022年CAGR为12.22%；归母净利润为68.20亿元、同降25.08%，主要系鲁商发展、上美股份等净利润下滑；鲁商发展、丸美股份等连续两年净利润下滑，显著承压。
- 23Q1美容护理行业营收为228.72亿元，同增9.57%；归母净利润为25.16亿元、同增29.60%，23Q1行业整体业绩回升，爱美客、江苏吴中营收、净利润增速均大于35%，拉动行业整体增长。

图3：2018年-2023Q1美容护理行业总营收及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所（注：为化妆品+医美板块中24个重点公司累计值）

图4：2018年-2023Q1美容护理行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所（注：为化妆品+医美板块中24个重点公司累计值）

注：化妆品板块选取了12家公司，包括珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、鲁商发展、嘉亨家化、青松股份、科思股份、丸美股份、上美股份、水羊股份、巨子生物。医美板块选取12家公司，包括爱美客、四环医药、华东医药、朗姿股份、昊海生科、复锐医疗科技、美丽田园医疗健康、华韩股份、创尔生物、江苏吴中、雍禾医疗、医思健康。



目录

Content

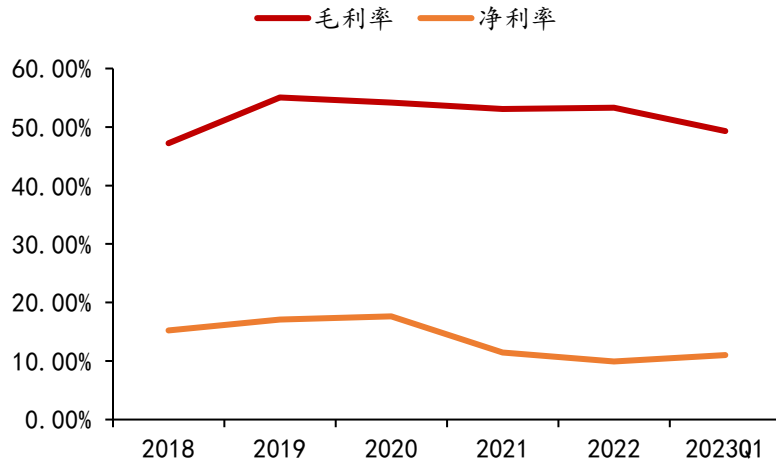
- 一、美妆&新消费行业22年年报及23年一季报概览
- 二、细分板块分析
- 三、基金持仓及北上资金情况
- 四、估值情况
- 五、投资策略
- 六、风险提示

2. 细分板块分析：化妆品、医美板块利润情况

盈利端：

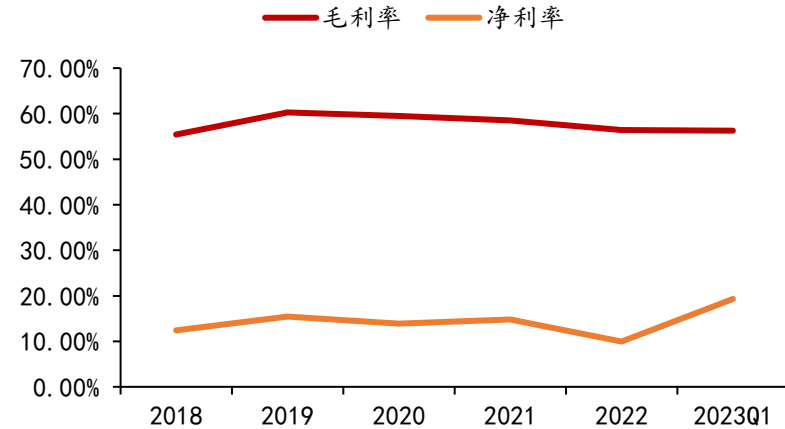
- **化妆品板块：**22年毛利率较21年有所提升，归母净利率较21年下降，23Q1毛利率、净利率平稳提升。22年行业平均毛利率为53.28%、同比提升0.19pcts、但较2020年下降0.89pcts；22年行业平均净利率为9.91%、同比下降1.54pcts、较2020年下降7.71pcts，化妆品净利率下行主要受到青松股份、丸美股份净利率大幅度下滑影响，行业竞争进一步加剧、企业经营难度提升。23Q1随着疫情减退、开放政策有效落地，毛利率、净利率显著回升，分别同增1.6、1.7pcts。
- **医美板块：**22年毛利率、净利率较21年分别同降2.1、4.9pcts（剔除四环医药异常影响）。23Q1毛利率、净利率波动稳定，净利率略有提升。22年行业平均毛利率为56.41%、同比下滑2.1pcts；平均净利率为9.94%、同比下降4.9pcts，23Q1毛利率、净利率分别为56.24%、19.30%，随着疫情减退、医美机构线下客流恢复，净利率提升1.9pcts至19.30%。

图5：2018年-2023Q1化妆品板块毛利率、净利率



资料来源：Wind, 上海证券研究所

图6：2018年-2023Q1医美板块毛利率、净利率



资料来源：Wind, 上海证券研究所

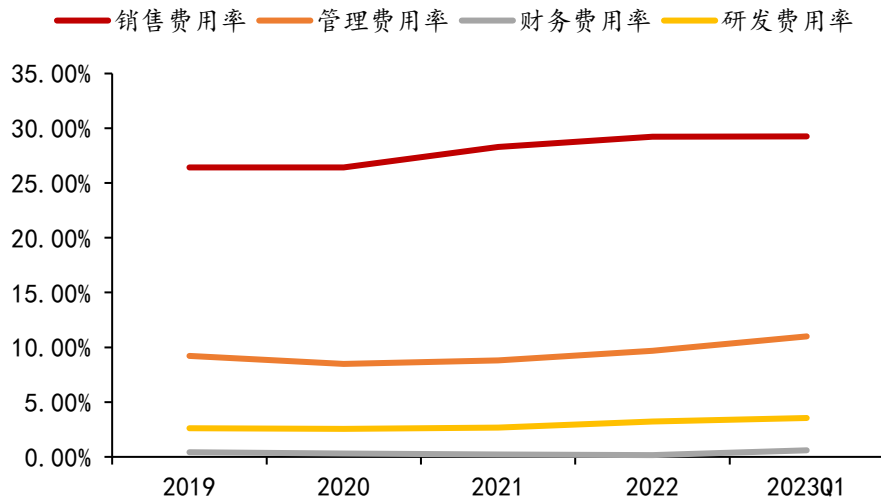


2. 细分板块分析：化妆品、医美板块费用情况

费用端：

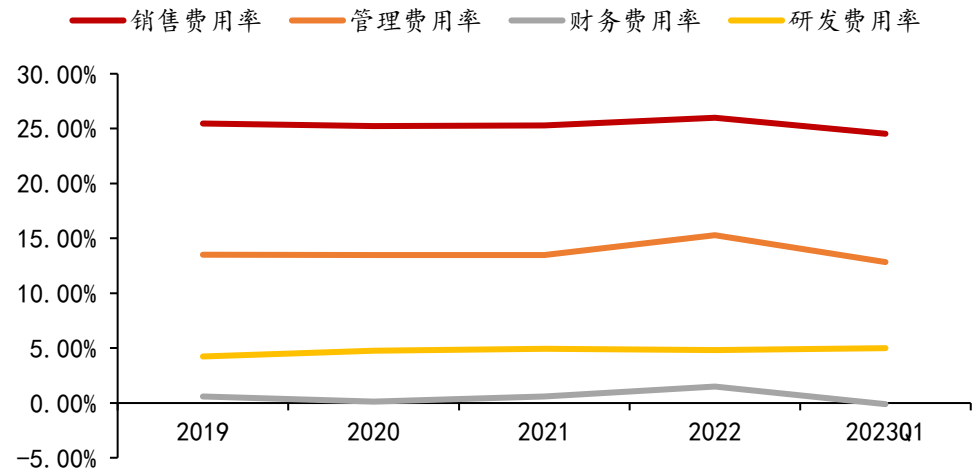
- **化妆品板块**22年和23Q1期间费用率同比均为提升，行业竞争加剧、国货及新锐品牌崛起，线上营销、研发投入增大等拉动销售费用率提升。细分来看，2022年化妆品板块销售/管理/财务/研发费用率为29.22%/9.67%/0.16%/3.22%，同比分别+0.92/+0.87/-0.07/+0.53pcts；23Q1销售/管理/财务/研发费用率分别为29.26%/11%/0.59%/3.55%，同比分别+1.29/+1.08/+0/+0.52pcts。
- **医美板块**22年费用率同比显著提升，尤其是管理和财务费用率方面，细分来看，22年医美板块销售/管理/财务/研发费用率为25.97%/15.28%/1.49%/4.81%，同比分别+0.69/+1.82/+0.90/-0.11pcts；23Q1销售/管理/财务费用率同比分别-2.02/-0.60/+0.1/-0.64pcts，22H1受到疫情封控等不利因素影响，医美制造商工厂停工、医美机构闭店歇业等，收入下滑情况下费用端持续增长。

图7：2019年-2023Q1化妆品板块期间费用率



资料来源：Wind, 上海证券研究所

图8：2019年-2023Q1医美板块期间费用率



资料来源：Wind, 上海证券研究所



2. 细分板块分析：上游头部品牌商Q1增速较好，下游机构端复苏深化

我们统计了美护与新消费行业4个细分板块（化妆品、医美、电商代运营和新消费板块）的42家上市公司，总结相关业绩情况如下：

1) **化妆品板块（12个）**：22年化妆品公司收入、归母净利润同比分别+6.89%、+7.57%，其中头部化妆品品牌商珀莱雅、贝泰妮、巨子生物下实现收入25%+高增。23Q1收入、归母净利润同比+0.19%、+41.11%，珀莱雅加速产品推新迭代，大单品放量增速持续领跑，丸美股份聚焦头部，优化长尾及多渠道协同、多品牌并进策略下，在22年增速承压背景下，23Q1业绩显著改善，营收、归母净利润分别同增24.58%、20.15%。上海家化、水羊股份盈利能力边际改善，鲁商发展稳步剥离地产业务聚焦美丽大健康，化妆品业务表现稳健，23Q1净利润实现显著提升。化妆品上游制造商受需求减少、物流受阻等多重不利因素影响下，业绩显著承压。嘉亨家化、青松股份22年&23Q1营收、净利润分别出现不同程度下滑。

表1：化妆品板块重点个股业绩情况

单位：亿元，%		营业收入（亿元）						归母净利润（亿元）					
		2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy	2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy
美容护理行业（医美+化妆品）		1056.26	1124.88	6.50%	208.73	228.72	9.57%	91.03	68.20	-25.08%	19.41	25.16	29.60%
子板块	化妆品	465.89	487.27	4.59%	84.43	84.59	0.19%	34.20	35.50	3.79%	6.91	9.75	41.11%
603605.SH	珀莱雅	46.33	63.85	37.82%	12.54	16.22	29.27%	5.76	8.17	41.88%	1.58	2.08	31.32%
300957.SZ	贝泰妮	40.22	50.14	24.65%	8.09	8.63	6.78%	8.63	10.51	21.82%	1.46	1.58	8.41%
688363.SH	华熙生物	49.48	63.59	28.53%	12.55	13.05	4.01%	7.82	9.71	24.11%	2.00	2.00	0.37%
600315.SH	上海家化	76.46	71.06	-7.06%	21.17	19.80	-6.49%	6.49	4.72	-27.29%	1.99	2.30	15.59%
600223.SH	鲁商发展	123.63	129.51	4.76%	14.82	12.72	-14.17%	3.62	0.45	-87.44%	0.66	1.29	95.09%
300955.SZ	嘉亨家化	11.61	10.52	-9.45%	2.52	2.15	-14.80%	0.97	0.70	-28.30%	0.17	0.05	-67.48%
300132.SZ	青松股份	36.93	29.17	-21.01%	6.87	3.97	-42.22%	-9.12	-7.42	-18.56%	-0.61	-0.48	-21.69%
300856.SZ	科思股份	10.90	17.65	61.85%	4.13	5.88	42.33%	1.33	3.88	192.13%	0.58	1.60	176.13%
603983.SH	丸美股份	17.87	17.32	-3.10%	3.83	4.77	24.58%	2.48	1.74	-29.74%	0.65	0.79	20.15%
2145.HK	上美股份	36.27	27.07	-25.37%	-	-	-	3.39	1.47	-56.59%	-	-	-
2367.HK	巨子生物	15.55	23.75	52.73%	-	-	-	8.28	10.02	21.00%	-	-	-
300740.SZ	水羊股份	50.10	47.22	-5.74%	10.46	10.46	0.05%	2.36	1.25	-47.22%	0.42	0.52	25.38%

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：化妆品板块选取了12家公司，包括珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、鲁商发展、嘉亨家化、青松股份、科思股份、丸美股份、上美股份、水羊股份、巨子生物。



2. 细分板块分析：上游头部品牌商Q1增速较好，下游机构端复苏深化

2) 医美板块包括(12个)：23Q1毛利率、净利率分别为56.24%、19.30%，随着疫情减退、医美机构线下客流恢复，23Q1净利率同比提升1.9pcts。22年营收增速较快公司为医思健康、爱美客，收入增速分别为40.37%、33.87%。医美针剂龙头爱美客延续高增长，22年营收、归母净利润分别同增34%、32%。医美板块中，下游医美机构受22年疫情影响较大，业绩均呈现不同程度下滑，收入下滑最为明显的是养固植一站式毛发护理龙头雍禾医疗。

表2：医美板块重点个股业绩情况

单位：亿元，%		营业收入（亿元）						归母净利润（亿元）					
		2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy	2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy
美容护理行业（医美+化妆品）		1006.16	1077.65	7.11%	198.28	218.26	10.08%	88.66	66.95	-24.49%	19.00	24.64	29.69%
子板块	医美	540.89	574.02	6.12%	111.75	131.07	17.28%	49.01	22.99	-53.08%	10.51	13.41	27.59%
300896.SZ	爱美客	14.48	19.39	33.91%	4.31	6.30	46.30%	9.58	12.64	31.92%	2.80	4.14	47.83%
0460.HK	四环医药	33.16	21.90	-33.96%	-	-	-	4.17	-19.15	-559.75%	-	-	-
000963.SZ	华东医药	345.63	377.15	9.12%	89.33	101.15	13.23%	23.02	24.99	8.58%	7.04	7.55	7.23%
002612.SZ	朗姿股份	36.65	38.78	5.81%	8.94	11.39	27.42%	1.87	0.16	-91.42%	-0.02	0.62	-2867.87%
688366.SH	昊海生科	17.67	21.30	20.56%	4.74	6.11	29.06%	3.52	1.80	-48.76%	0.61	0.81	33.21%
1696.HK	复锐医疗科技	2.94	3.55	20.62%	-	-	-	0.31	0.40	28.56%	-	-	-
2373.HK	美丽田园医疗健康	17.89	16.43	-8.16%	-	-	-	1.93	1.03	-46.71%	-	-	-
430335.NQ	华韩股份	9.63	9.25	-3.96%	-	-	-	0.90	0.42	-53.62%	-	-	-
831187.NQ	创尔生物	2.40	2.44	1.40%	-	-	-	0.34	0.35	0.19%	-	-	-
600200.SH	江苏吴中	17.75	20.26	14.12%	4.44	6.12	37.69%	0.23	-0.76	-435.43%	0.08	0.28	269.61%
2279.HK	雍禾医疗	21.70	14.13	-34.89%	-	-	-	1.20	-0.86	-171.44%	-	-	-
2138.HK	医思健康	20.97	29.44	40.37%	-	-	-	1.93	1.98	2.40%	-	-	-

资料来源：Wind，上海证券研究所

注：医美板块选取的12个公司，包括爱美客、四环医药、华东医药、朗姿股份、昊海生科、复锐医疗科技、美丽田园医疗健康、华韩股份、创尔生物、江苏吴中、雍禾医疗、医思健康。



2. 细分板块分析：AIGC+代运营商，降本增效

3) 电商代运营板块(6个)：受平台流量分散化，品牌自建运营团队，经典成功运营案例匮乏等因素影响，电商代运营公司整体表现不佳，22年仅壹网壹创收入增速为正。电商代运营公司朝向横纵拓展，一方面拓展社交内容电商等新流量渠道平台，另一方面凭借自身渠道、运营及销售能力进行自有品牌孵化，同时为品牌商提供全方位、一站式服务。作为人力密集型行业，电商代运营公司也有望受益于AIGC工具带来的降本增效。

4) 新消费板块(13个)：从收入端看，我们选取的代表性公司，22年整体表现较好，其中洪九果品22年营收、归母净利润同比实现+46.79%、+397.95%。

表3：电商代运营板块&新消费板块重点个股业绩情况

单位：亿元，%		营业收入(亿元)						归母净利润(亿元)					
		2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy	2021	2022	YoY	2022Q1	2023Q1	Q1yoy
子板块	电商代运营	220.32	206.20	-6.41%	46.27	27.64	-40.25%	9.22	-3.30	-135.75%	0.05	1.05	2189.45%
300792.SZ	壹网壹创	11.35	15.39	35.55%	2.66	2.79	4.60%	3.27	1.80	-44.90%	0.52	0.43	-17.86%
605136.SH	丽人丽妆	41.55	32.42	-21.98%	7.15	6.14	-14.08%	4.11	-1.39	-133.92%	0.13	-0.24	-291.33%
9991.HK	宝尊电商-W	93.96	84.01	-10.60%	19.84	-	-	-2.20	-6.53	197.18%	-1.22	-	-
003010.SZ	若羽臣	12.88	12.17	-5.55%	2.84	2.83	-0.60%	0.29	0.34	15.62%	0.04	0.07	94.53%
301110.SZ	青木股份	8.80	8.47	-3.74%	1.74	2.13	22.29%	1.48	0.65	-55.84%	0.16	0.10	-39.07%
002803.SZ	吉宏股份	51.78	53.76	3.83%	12.03	13.76	14.41%	2.27	1.84	-19.05%	0.43	0.70	64.30%
子板块	新消费	269.43	342.01	26.94%	41.33	82.45	99.49%	12.10	29.94	147.39%	3.80	2.89	-23.96%
688089.SH	嘉必优	3.51	4.33	23.44%	0.76	0.88	16.18%	1.29	0.64	-49.94%	0.23	0.14	-38.40%
300858.SZ	科拓生物	3.65	3.69	1.25%	0.86	0.72	-16.17%	1.10	1.10	0.32%	0.23	0.20	-14.48%
001328.SZ	登康口腔	11.43	13.13	14.95%	3.10	3.43	10.65%	1.19	1.35	13.25%	0.28	0.32	13.54%
605016.SH	百龙创园	6.53	7.22	10.49%	1.98	1.94	-1.70%	1.04	1.51	44.34%	0.41	0.44	9.13%
002891.SZ	中宠股份	28.82	32.48	12.72%	7.93	7.06	-11.00%	1.16	1.06	-8.38%	0.23	0.16	-33.06%
300673.SZ	佩蒂股份	12.71	17.32	36.27%	3.43	1.59	-53.81%	0.60	1.27	111.81%	0.29	-0.38	-233.36%
6689.HK	洪九果品	102.84	150.96	46.79%	-	43.27	50.30%	2.92	14.52	397.95%	-	-	-
001222.SZ	源飞宠物	10.69	9.54	-10.77%	3.50	1.88	-46.23%	1.37	1.59	15.87%	0.58	0.21	-63.71%
301108.SZ	洁雅股份	9.84	6.67	-32.29%	1.81	1.28	-29.24%	2.20	1.41	-35.94%	0.47	0.37	-21.45%
300138.SZ	晨光生物	48.74	62.96	29.18%	15.85	18.18	14.71%	3.52	4.34	23.48%	1.07	1.35	26.30%
2273.HK	固生堂	13.75	16.27	18.31%	-	-	-	-5.07	1.83	-136.15%	-	-	-
0286.HK	爱帝宫	6.55	6.95	6.19%	-	-	-	0.05	-1.65	-3219.32%	-	-	-
603059.SH	倍加洁	10.39	10.50	1.09%	2.13	2.23	4.85%	0.75	0.97	30.12%	0.00	0.07	-19080.47%

注：电商代运营板块选取的6家公司，包括壹网壹创、丽人丽妆、宝尊电商-W、若羽臣、吉宏股份、青木股份。新消费板块选取的13家公司，包括嘉必优、科拓生物、登康口腔、百龙创园、中宠股份、佩蒂股份、洪九果品、源飞宠物、洁雅股份、晨光生物、固生堂、爱帝宫、倍加洁。

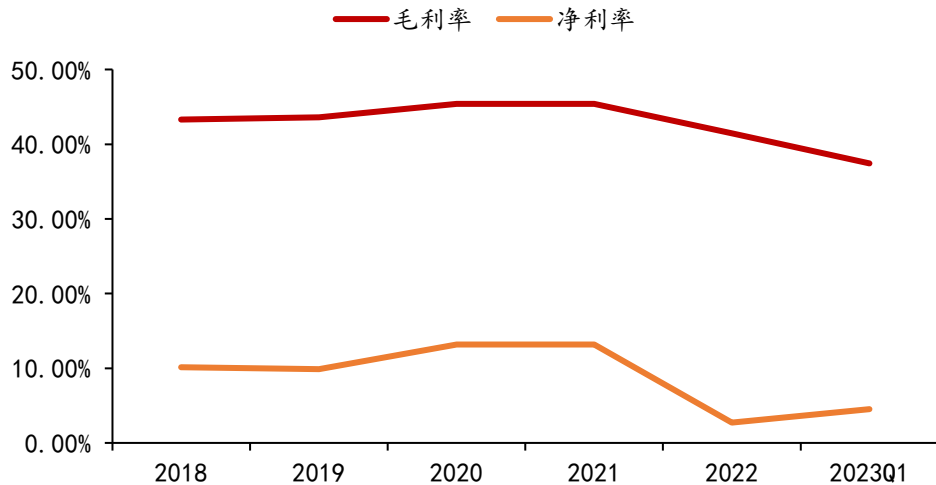


2. 细分板块分析：电商代运营、新消费板块利润情况

盈利端：

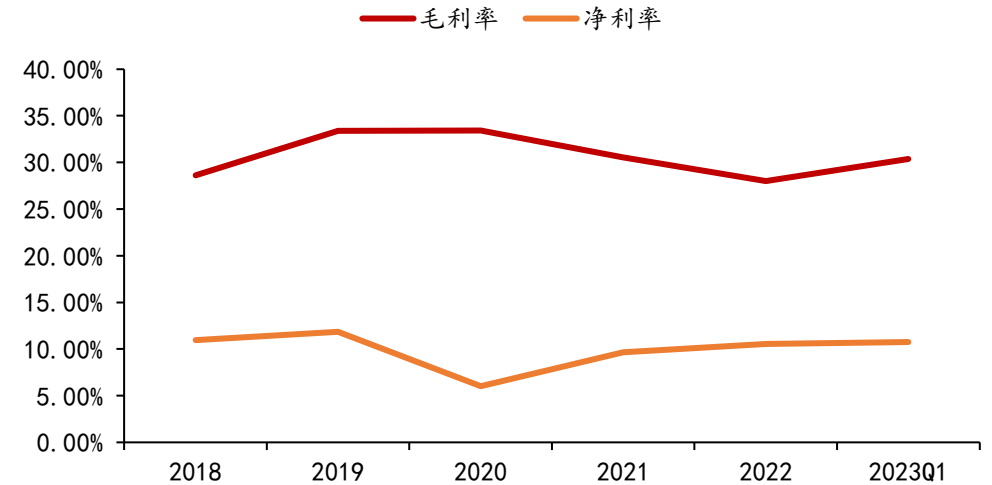
- **电商代运营板块：**22年毛利率为41.46%，较21年同降3.49pcts，23Q1毛利率大幅下滑，平均毛利率为37.44%，同比略微下降5.3pcts；22年平均净利率为2.70%，较21年和20年均有所下降，主要系丽人丽妆、宝尊电商-W等较大的净亏损所影响，随着电商代运营公司经营结构的优化调整，未来行业平均盈利能力预计逐步恢复正常水平。
- **新消费板块：**22年毛利率较21年略微下降，净利率较稳步爬升。22年行业平均毛利率为28.02%、同比下降2.5pcts，22年原料价格上涨，公司成本提升，传导毛利率水平下滑；平均净利率为10.53%、同增0.9pcts。23Q1毛利率、净利率双双承压，分别为30.36%（同降1.6pcts）、10.76%（同降4.2pcts），23Q1新消费板块平均净利率承压主要系佩蒂股份净亏损较大，影响整体板块盈利水平。

图9：2018年-2023Q1电商代运营板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图10：2018年-2023Q1新消费板块毛利率、净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

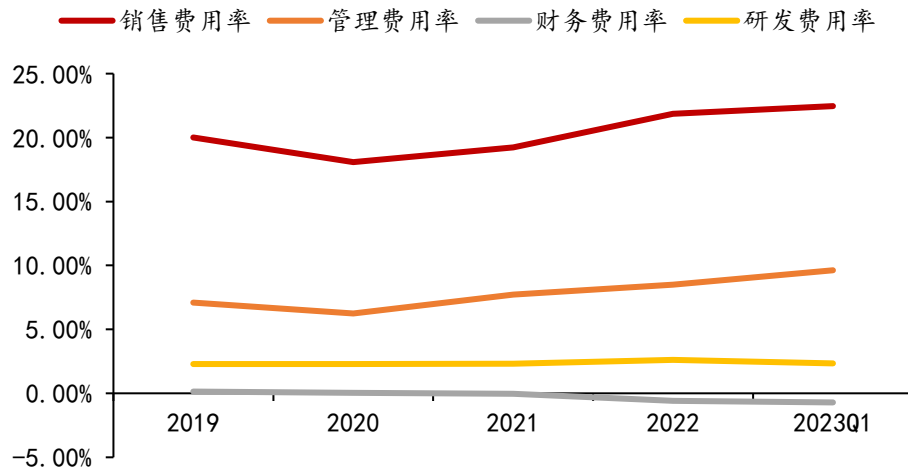


2. 细分板块分析：电商代运营、新消费板块费用情况

费用端：

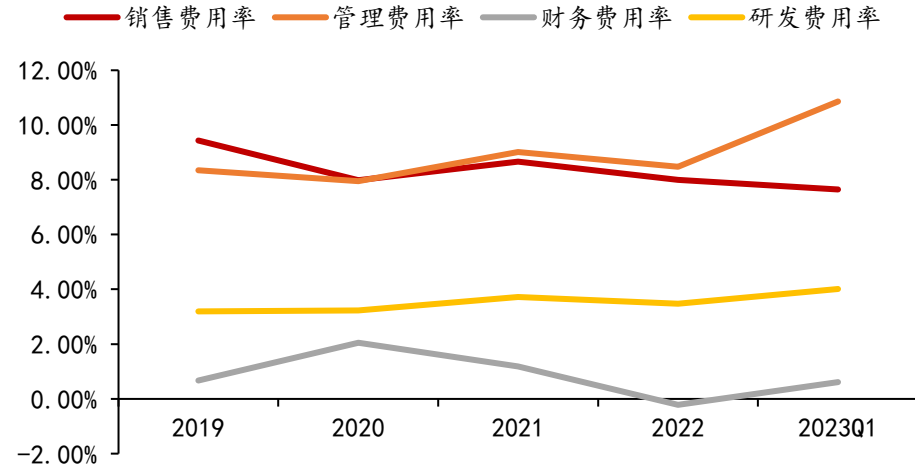
- **电商代运营行业：**22年和23Q1期间费用率呈现波动下趋势，22年该板块销售/管理/财务/研发费用率为21.87%/9.61%/-0.72%/2.33%，同比分别+2.63/+0.78/-0.55/+0.29pcts；23Q1销售/管理/财务/研发费用率同比分别+2.08/+0.03/-0.31/-0.77pcts。
- **新消费板块：**23Q1年费用率有所攀升，尤其是管理和财务费用率方面，新消费板块中宠物、食品领域公司居多，受到23Q1全国大面积感染下供应链受阻等问题，期间费用率提升相对22Q1较为明显。22年新消费板块销售/管理/财务/研发费用率为7.99%/8.47%/-0.22%/3.47%，同比分别-0.67/-0.54/-1.41/-0.25pcts；23Q1销售/管理/财务/研发费用率同比分别-0.08/+2.29/+0.73/+0.31pcts。

图11：2019年-2023Q1电商代运营板块期间费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

图12：2019年-2023Q1新消费板块期间费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所



目录

Content

- 一、美妆&新消费行业22年年报及23年一季报概览
- 二、细分板块分析
- 三、基金持仓及北上资金情况
- 四、估值情况
- 五、投资策略
- 六、风险提示

3. 基金持仓：美护行业持股同比近乎持平，环比大幅下降

■ 美容护理板块：

✓ 基金持股方面，2023Q1化妆品公司基金持仓比例同比近乎持平，环比下降幅度较大。23Q1化妆品行业整体销售数据不佳，叠加38大促各化妆品公司线上销售表现不及预期。22年化妆品行业618、双十一及全年销售整体表现较好，因此22Q2、22Q4行业基金持股比例环比大幅提升，分别为8.90%、10.18%。个股方面，珀莱雅、贝泰妮、科思股份、爱美客、华东医药、华熙生物基金持股比例较高，截至23Q1分别为7.16%、6.40%、13.68%、26.53%、9.39%、5.32%。

✓ 外资持股方面，珀莱雅、爱美客23Q1沪（深）股通持股占流通A股比例为23.91%、8.82%，环比、同比双提升；贝泰妮3.3%（环比-2.54pcts），美容护理整体板块同比微升0.28pcts至3.35%。

表4：22Q1-23Q1美护板块基金持仓情况

证券代码	证券简称	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
化妆品板块											
603605.SH	珀莱雅	5.26%	9.51%	6.22%	12.22%	7.16%	23.08%	23.57%	22.91%	23.27%	23.91%
300957.SZ	贝泰妮	6.52%	17.98%	11.35%	21.01%	6.40%	1.67%	6.79%	4.21%	5.84%	3.30%
600223.SH	鲁商发展	0.92%	2.72%	0.08%	0.97%	0.02%	1.19%	1.04%	0.86%	0.65%	0.92%
688363.SH	华熙生物	5.60%	17.55%	11.46%	23.17%	5.32%	4.59%	7.92%	2.65%	6.05%	3.32%
600315.SH	上海家化	6.27%	9.68%	4.74%	6.89%	4.15%	2.92%	1.16%	0.46%	0.49%	0.53%
603983.SH	丸美股份	0.73%	1.56%	-	0.85%	1.16%	0.18%	0.18%	0.03%	0.03%	0.23%
300740.SZ	水羊股份	0.14%	0.75%	0.16%	1.10%	0.02%	1.28%	1.13%	0.24%	1.06%	0.36%
300955.SZ	嘉亨家化	-	4.02%	2.75%	10.42%	2.75%	-	-	-	-	-
300856.SZ	科思股份	12.08%	33.40%	23.00%	29.34%	13.68%	-	-	-	-	1.00%
300132.SZ	青松股份	1.08%	1.39%	2.38%	9.79%	3.85%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
医美板块											
300896.SZ	爱美客	19.15%	42.49%	29.05%	44.81%	26.53%	5.42%	5.28%	6.49%	6.14%	8.82%
688366.SH	昊海生科	2.48%	4.51%	-	3.95%	3.89%	1.24%	2.97%	1.81%	1.38%	2.10%
600200.SH	江苏吴中	-	0.28%	-	1.83%	2.29%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	0.54%
002612.SZ	朗姿股份	0.10%	1.46%	0.85%	8.41%	2.03%	1.29%	1.00%	1.62%	1.30%	1.40%
000963.SZ	华东医药	2.96%	10.56%	8.01%	13.45%	9.39%	2.62%	2.76%	3.20%	3.09%	3.12%
电商代运营板块											
300792.SZ	壹网壹创	11.34%	9.15%	1.93%	3.36%	1.83%	0.55%	0.87%	1.03%	0.87%	1.43%
605136.SH	丽人丽妆	-	0.78%	-	0.60%	1.54%	0.09%	1.08%	0.73%	0.16%	0.86%
003010.SZ	若羽臣	-	0.38%	-	0.00%	1.40%	-	-	-	-	-
301110.SZ	青木股份	0.01%	3.55%	0.00%	0.45%	3.61%	0.86%	0.80%	1.20%	2.02%	3.18%
002803.SZ	吉宏股份	1.68%	1.30%	0.95%	0.52%	3.71%	-	-	-	-	-
美容护理重点个股平均持股比例		4.77%	8.65%	6.86%	9.66%	5.03%	3.06%	3.66%	3.09%	3.39%	3.34%

资料来源：Wind，上海证券研究所（获取时间2023年5月4日）



3. 基金持仓：新消费板块基金持股比例下降，外资持股上升

■ 新消费板块：

- ✓ 基金持股方面，22Q2、22Q4新消费公司基金持仓比例环比提升，23Q1环比下降。新消费板块中宠物公司23Q1受海外零售商库存去化影响，业绩表现不佳，基金持仓同比下降0.69pcts，环比下降3.5pcts。嘉必优、科拓生物、晨光生物基金持股比例较高，截至23Q1分别为5.69%、15.18%、5.17%。
- ✓ 外资持股方面，晨光生物23Q1沪（深）股通持股占流通A股比例为4.06%，同增1.67pcts，中宠股份同比略微提升，季度保持稳定。新消费板块整体同比提升0.26pcts至2.21%

表5：22Q1-23Q1新消费板块基金持仓情况

证券代码	证券简称	基金持股比例 (%)					沪（深）股通持股占流通A股比例 (%)				
		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
新消费板块											
688089.SH	嘉必优	12.08%	11.19%	6.21%	25.07%	5.69%	-	-	-	-	1.30%
300858.SZ	科拓生物	1.86%	1.05%	1.97%	13.49%	15.18%	-	-	-	-	-
001328.SZ	登康口腔	-	-	-	-	0.05%	-	-	-	-	-
605016.SH	百龙创园	5.46%	9.57%	3.07%	2.59%	2.02%	-	-	-	-	-
002891.SZ	中宠股份	2.42%	4.91%	3.27%	2.55%	0.81%	3.43%	3.49%	3.59%	4.12%	3.45%
300673.SZ	佩蒂股份	0.29%	3.15%	5.17%	6.95%	2.76%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%
001222.SZ	源飞宠物	-	-	1.14%	0.21%	-	-	-	-	-	-
301108.SZ	洁雅股份	-	0.71%	-	0.76%	2.25%	-	-	-	-	-
300138.SZ	晨光生物	8.57%	14.21%	3.84%	11.35%	5.17%	2.39%	4.17%	3.67%	5.48%	4.06%
603059.SH	倍加洁	-	0.00%	-	0.42%	0.42%	-	-	-	-	-
新消费重点个股平均持股比例		5.11%	5.60%	3.53%	7.04%	3.82%	1.95%	2.56%	2.42%	3.20%	2.21%

资料来源：Wind，上海证券研究所（获取时间2023年5月4日）



目录

Content

- 一、美妆&新消费行业22年年报及23年一季报概览
- 二、细分板块分析
- 三、基金持仓及北上资金情况
- 四、估值情况
- 五、投资策略
- 六、风险提示

4. 估值情况：行业估值回落，关注标的盈利修复弹性

受行业需求较弱影响，美护及新消费板块估值回落，关注标的盈利修复弹性。根据Wind一致预测，截至23Q1美容护理行业23、24预测PE分别为36x、28x，一季度为美容护理行业消费淡季，需求较弱，板块估值相对较低。从重点个股层面来看，化妆品板块龙头公司珀莱雅23年预测PE为46X，龙头估值溢价明显。巨子生物、贝泰妮、华熙生物23年预测PE分别为24X、36X、37X，处于相对合理位置。鲁商发展、上海家化23年预测PE分别为27X、26X，具备相对较低，具备一定弹性。医美龙头爱美客23年预测PE为61X，估值回调幅度较大。

表6：22-24年化妆品板块重点公司估值情况

公司代码	公司简称	22PE	23PE	24PE
化妆品				
603605.SH	珀莱雅	58	46	36
300957.SZ	贝泰妮	46	36	29
688363.SH	华熙生物	49	37	29
600315.SH	上海家化	46	26	22
600223.SH	鲁商发展	245	27	21
300955.SZ	嘉亨家化	31	17	12
300132.SZ	青松股份	-4	21	14
300856.SZ	科思股份	29	23	18
603983.SH	丸美股份	78	46	38
2145.HK	上美股份	59	22	16
2367.HK	巨子生物	-	24	18

表7：22-24年医美板块重点公司估值情况

公司代码	公司简称	22PE	23PE	24PE
医美				
300896.SZ	爱美客	93	61	43
0460.HK	四环医药	-3	-	-
000963.SZ	华东医药	29	24	20
002612.SZ	朗姿股份	752	71	47
688366.SH	昊海生科	105	43	33
1696.HK	复锐医疗科技	17	13	10
2373.HK	美丽田园医疗健康	61	25	18
430335.NQ	华韩股份	46	-	-
831187.NQ	创尔生物	16	-	-
600200.SH	江苏吴中	-77	204	43
2279.HK	雍禾医疗	-44	36	20
2138.HK	医思健康	32	16	12

表8：22-24年电商代运营&新消费板块重点公司估值情况

公司代码	公司简称	22PE	23PE	24PE
电商代运营				
300792.SZ	壹网壹创	40	25	21
605136.SH	丽人丽妆	-42	23	19
9991.HK	宝尊电商-W	-3	-96	10
003010.SZ	若羽臣	68	-	-
301110.SZ	青木股份	50	-	-
002803.SZ	吉宏股份	43	19	15
新消费				
688089.SH	嘉必优	60	26	19
300858.SZ	科拓生物	43	29	21
001328.SZ	登康口腔	41	35	30
605016.SH	百龙创园	33	23	15
002891.SZ	中宠股份	60	39	28
300673.SZ	佩蒂股份	27	24	18
6689.HK	洪九果品	14	9	6
001222.SZ	源飞宠物	19	17	14
301108.SZ	洁雅股份	20	18	15
300138.SZ	晨光生物	22	18	15
2273.HK	固生堂	61	44	33
0286.HK	爱帝宫	-14	-	-



目录

Content

- 一、美妆&新消费行业22年年报及23年一季报概览
- 二、细分板块分析
- 三、基金持仓情况
- 四、估值情况
- 五、投资策略
- 六、风险提示

出行及服务高频数据显示消费复苏深化，考虑到医美及化妆品行业节日季节性特征、类刚需消费属性、企业自身边际变化、行业趋势及当下估值，我们建议关注：疫后线下消费场景修复，刚需属性较强，伴随行业景气度变化，估值有望抬升的美护龙头企业。

医美板块看好基本面强韧、天使针进入放量期、拿证壁垒强、产品布局丰富前瞻、估值较低的医美针剂龙头爱美客；建议关注公司治理优异，医美板块业务增长亮眼，管线布局丰富的华东医药。

看好美妆赛道长期韧性，**化妆品板块**建议关注卡位高增长高景气赛道，纳入港股通，天花板尚远的胶原蛋白龙头企业巨子生物，其具有核心专利技术壁垒，线下渠道及新品增长曲线均有向上优化空间，线上增速强劲；建议关注品类品牌矩阵完善，推新速度快且方法论完备，多维度构建品牌壁垒的珀莱雅；关注股价回调幅度较大，股权激励落地，人事组织变革，新品Aoxmed线下渠道铺设有序推进的敏感肌护肤龙头贝泰妮；及22Q2同期基数较低，重启超头直播，销售数据边际改善，聚焦专业化、高端化、体验化，持续优化运营模式，降本增效下盈利能力有望改善的上海家化；建议关注商业模式稀缺，连锁化率有望提升的国内领先的一站式美丽与健康服务龙头美丽田园医疗健康；建议关注以玻尿酸为基本盘，医美业务产品管线清晰，研发加码布局合成生物学及胶原蛋白赛道的华熙生物；以及剥离地产，聚焦大健康拓展胶原蛋白业务，估值相对较低的水羊股份、鲁商发展。

新消费板块关注宠物赛道龙头公司中宠股份、佩蒂股份，及高效整合供应链构筑核心壁垒，拥有优质果品+稀缺性优质果园，数字化赋能提升效率，“端到端”的国内水果供应链第一股洪九果品。



六、风险提示

- 1) **消费需求持续低迷**，疫后消费复苏需要一定时间，如遇不可抗力等影响，消费复苏节奏将放缓，消费需求可能出现下行。
- 2) **新品推出不及预期**；化妆品公司推新速度如果与消费者需求变化不匹配，推新速度不及时等可能造成销售下滑、推新销售不及预期等。
- 3) **行业复苏低于预期**；随着疫后开放政策逐步落地，线下消费场景复苏，预计未来线上、线下消费将回到正轨，如遇到不可抗因素再次扰动，化妆品行业复苏可能会低于预期判断水平。
- 4) **监管政策超预期变化**；医美行业监管趋严，未来随着国家监管力度和手段不断加码，可能出现监管政策超预期出台，影响行业发展。
- 5) **行业竞争加剧**；行业高速发展，国内外企业进入速度较快，导致竞争加剧，影响行业内公司的营收增速以及利润水平。
- 6) **产品质量及品牌声誉风险**；品牌若没有及时监测、回应部分社交平台上的不良反馈，出现产品问题等，可能导致品牌口碑不好，影响品牌声誉。
- 7) **医疗事故风险**；医疗美容服务涉及注射填充等破皮项目，如果医生操作不当，可能导致消费者存在一定医疗风险。
- 8) **重要股东减持风险**；若出现重大股东减持，公司短期经营会受到影响，可能会影响公司短期股票价格波动。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

