

2023年05月05日

标配

证券分析师

 任晓帆 S0630522070001
 rxf@longone.com.cn


相关研究

1.美容护理行业2023年投资策略：把握龙头，扬帆起航

厚积薄发，龙头成长可期

——美容护理行业2022年报及2023一季报总结

投资要点：

- 行业增速放缓，龙头表现稳健。**2022年受到疫情影响，行业整体收入/利润增速有所放缓，在此背景之下，龙头企业表现出极强的韧劲，建议主抓确定性标的。重点关注：①产品力不断提升，新品牌不断放量，多品牌矩阵逐步成型，业绩具备一定确定性的国产龙头珀莱雅。②聚焦功效性细分赛道，市占率有望提升，估值处于底部的贝泰妮。③以玻尿酸原料为基，功能性护肤为主，多元业务板块发展的华熙生物。④合规产品管线丰富，产品结构不断优化的医美龙头爱美客。
- 整体业绩：2022年营收稳健增长，净利润下滑。2023年Q1净利润提升显著。**2022年美容护理板块营收、归母净利润达842.92、57.45亿元，同比上涨7.56%/下降34.81%，相比去年提速3.95pcts/放缓73.67pcts；2023Q1营收、归母净利润199.12/23.10亿元，同比上涨5.74%/29.02%，相比去年Q4放缓1.34pcts/提速115.15pcts。整体行业分化较为明显，龙头企业虽增速有所放缓，但受益于自身产品发展以及渠道红利，均相较于行业维持较快发展，爱美客、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等均维持双位数增长。
- 盈利能力：美容护理板块整体毛利率、净利率较为平稳，研发投入占比提升。**整体来看，2022年美容护理板块行业毛利率/净利率分别44.75%/6.82%，相较去年同期提升0.46pcts/放缓4.43pcts；2023Q1毛利率/净利率分别45.81%/11.60%，相较于去年同期放缓1.58pcts/提升10.22pcts。美容护理板块中的公司大多重营销，销售费用占比较高，同时近年来，公司逐步重视研发，研发费率也呈稳步上升趋势。美容护理板块2022年销售/管理/财务/研发费率分别为23.46%/6.06%/-0.27%/3.58%，相较于去年同期+0.18/-0.21/-0.66/0.55pcts；2023Q1销售/管理/财务/研发费率分别为23.46%/6.14%/0.18%/3.54%，相较于去年同期-1.15/+0.53/-0.31/-0.02pcts。爱美客、珀莱雅毛利率有所提升，贝泰妮、华熙生物小幅下滑。
- 基金持仓：2023年Q1行业基金持股比例下行。**受益于双十一等影响，基金于2022年Q4大幅加仓美容护理板块，行业平均持股比例提升至6.68%（较2022H1+3.27pcts）。2023年Q1持仓下跌至3.71%（较2022年末-2.97pcts），主要由于一季度消费整体提升，美容护理38节促销表现整体较为一般，同时以线下渠道为主的餐饮、旅游等恢复更加显著，资金流出。
- 投资建议：**2022全年受到疫情反复影响，美容护理作为可选消费，线下消费场景缺失，整体承压。展望2023，消费板块目前整体承压，未来有望迎来行业基本面的复苏，国产替代加速，细分赛道发展，建议关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、爱美客。
- 风险提示：**行业竞争加剧、新品推出不及预期、行业景气度下行。

正文目录

1. 营收情况：2022 年营收小幅提升，利润下滑	4
2. 盈利能力：行业盈利平稳，研发费用提升.....	7
3. 现金流：现金流净额下降	10
4. 重要事件汇总	12
5. 基金持仓：2023Q1 持仓下行.....	13
6. 投资建议	14
7. 风险提示	14

图表目录

图 1 美容护理板块总营收及增速.....	5
图 2 美容护理板块归母净利润及增速.....	5
图 3 爱美客近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速.....	6
图 4 爱美客近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速.....	6
图 5 珀莱雅近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速.....	6
图 6 珀莱雅近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速.....	6
图 7 华熙生物近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速.....	7
图 8 华熙生物近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速.....	7
图 9 贝泰妮近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速.....	7
图 10 贝泰妮近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速.....	7
图 11 美容护理板块毛利率(%).....	8
图 12 美容护理板块费用率.....	9
图 13 美容护理板块净利率.....	10
图 14 美容护理板块经营/筹资/投资现金流量净额.....	11
图 15 爱美客现金流净额(亿元).....	11
图 16 珀莱雅现金流净额(亿元).....	11
图 17 华熙生物现金流净额(亿元).....	11
图 18 贝泰妮现金流净额(亿元).....	11
表 1 美容护理板块及核心公司营收情况.....	6
表 2 美容护理板块及核心公司净利润情况.....	6
表 3 美容护理板块及核心公司毛利率情况.....	9
表 4 美容护理板块及核心公司 2022Q4/2023Q1 费用率情况.....	9
表 5 美容护理板块及核心公司 2022 核心费用率变化情况.....	10
表 6 2022 美容护理核心公司盈利指标.....	10
表 7 美容护理行业事件汇总.....	12
表 8 美容护理板块基金持股比例(%).....	13

1. 营收情况：2022 年营收小幅提升，利润下滑

美容护理板块整体营收稳健增长。2022 年美容护理板块营收、归母净利润达 842.92、57.45 亿元,同比上涨 7.56%/下降 34.81%,相比去年提速 3.95pcts/放缓 73.67pcts;2023Q1 营收、归母净利润 199.12/23.10 亿元,同比上涨 5.74%/29.02%,相比去年 Q4 放缓 1.34pcts/提速 115.15pcts。

爱美客符合预期。公司全年在疫情压力下业绩增速放缓，经营韧劲足。2022 年营收、归母净利润分别为 19.39、12.64 亿元,同比增长 33.91%、31.92%,相比去年放缓 70.22pcts、85.91pcts。2023 年 Q1 营收、归母净利润分别为 6.30、4.14 亿元,同比增长 46.30%、45.78%,相比上年 Q4 提速 40.50pcts、38.80pcts。**①分产品看，公司核心产品保持稳定增速。**其中 2022 年溶液类注射产品（逸美、嗨体）销售额 12.93 亿元（同比+23.57%，占比 66.68%），嗨体作为公司核心产品延续增长态势，2022 年颁布水光针计入三类医疗器械管理利好合规产品市占率的逐步提升，后续仍有增长空间。凝胶类注射产品（濡白天使、爱美莱、宝尼达、爱美飞、逸美一加一等）销售额 6.38 亿元（同比+65.61%，占比 31.91%），濡白天使自 2021 年中旬推出后迅速扩张，目前已经入超 600 家医疗美容机构，授权医生人数达 700 余名，消费者认可度逐步提升，成为公司新增长点。面部埋植线与化妆品销售较小，分别为 0.05 亿元、0.03 亿元。**②分区域看，公司主攻华东市场。**2022 年公司华东、华北、西南、华南、华中地区营收占比分别为 45.25%、13.51%、12.21%、11.49%、10.91%。公司营收主要来自华东区域。**③股权激励彰显持续发展信心。**公司发布股权激励计划，拟向公司中高层管理及核心技术人员共 141 人合计授予不超过 41.73 万股限制性股票，约占总股本 0.19%，计划首次授予 80%、预留 20%，授予价格为 282.99 元/股。从考核目标来看，以 2022 年为基数，公司 2023-2025 年营业收入增长率不低于 45%/103%/174%或 2023-2025 年扣非归母净利润增长率不低于 40%/89%/146%。对应 2023-2025 年收入同比增速不低于 45%/40%/35%或扣非归母净利润增速不低于 40%/35%/30%。

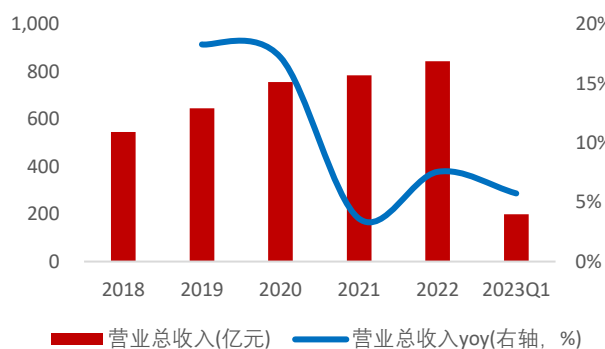
珀莱雅业绩表现优异，整体超预期。2022 年营收、归母净利润分别为 63.85、8.17 亿元,同比增长 37.82%、41.88%，相比去年提速 14.35pcts、20.85pcts;2023 年 Q1 营收、归母净利润分别为 16.22、2.08 亿元,同比增长 29.27%、31.32%，相比去年 Q4 放缓 20.24pcts、20.74pcts。**①分品牌看，大单品持续深化。主品牌珀莱雅**2022 年营收 52.64 亿元（同比+37.46%，占比 82.74%），珀莱雅旗下目前拥有双抗、红宝石、源力三大系列，产品矩阵方面，公司一方面增加新的大单品，譬如源力面霜等单品，另一方面老产品进一步迭代升级，在 2022 年推出红宝石面霜 2.0、源力精华 2.0，2023 年推出双抗 3.0，不断丰富产品矩阵，推动品牌产品力、影响力不断提升。**彩棠**2022 年营收 5.72 亿元（同比+132.04%，占比 8.99%），彩棠聚焦彩妆赛道，近年来不断发力，目前涉足修容、高光、妆前、粉底液、遮瑕、定妆喷雾六个类目，产品布局丰富，“三色修容盘”“双拼高光盘”等品类热销。**其他自有品牌均保持快速增长**，OR2022 年营收 1.26 亿元（同比+509.93%），悦芙媞营收 1.87 亿元（同比+188.27%）。**②分渠道看，公司线上高增，线下收缩。**2022 年公司线上营收 57.88 亿元（同比+47.50%，占比 90.98%），其中直营渠道同比增长 59.79%至 44.78 亿元（占比 70.40%），分销同比增长 16.79%至 13.10 亿元（占比 20.58%），整体线上精细化运营，天猫、京东夯实大单品策略、抖音强化品牌自播以及多矩阵域账号运营。线下营收共计 5.74 亿元（同比-17.62%，占比 9.02%），其中日化渠道下降 11.96%至 4.43 亿元，公司线下渠道受疫情影响以及百货渠道调整较大。

华熙生物表现符合预期。2022 年营收、归母净利润分别为 63.59、9.71 亿元,同比增长 28.53%、24.11%，相比去年放缓 59.41pcts/提速 2.97pcts;2023 年 Q1 营收、归母净利润分别为 13.05、2.00 亿元,同比增长 4.01%、0.37%，相比去年 Q4 放缓 1.33pcts、28.90pcts。**①从产品看，功能性护肤品保持高增，多品牌矩阵步入成熟阶段。**公司功能性护肤品不断增长，2022 年营收达 46.07 亿元（同比+38.80%，占比 72.45%），其中润百颜/夸迪/米蓓尔

/肌活收入分别达到 13.85/13.68/6.05/8.98 亿元，同比+12.64%/39.73%/44.06%/106.40%。公司持续推行大单品策略，一方面稳固大单品系列，例如夸迪战痘次抛、BM 肌活糙米系列等，另一方面推出新产品，例如 BM 糙米面霜、夸迪眼霜等，丰富产品管线，吸引消费者，多品牌矩阵不断丰富，产品力增强。**原料业务** 2022 年营收 9.80 亿元（同比+8.31%，占比 15.41%）受市场供需关系影响保持平稳增长。**医疗终端收入** 6.86 亿元（同比-2.00%，占比 10.79%），其中皮肤类医疗产品/骨科注射液产品分别同比-7.56%/+22.98%，皮肤类产品主要受公司主动调整产品策略、优化产品结构所致。**功能性食品** 营收 0.75 亿元（同比+358.19%），处于消费者教育初期。**②品牌直营渠道占比提升**，公司深耕天猫平台的同时，高度重视抖音电商渠道布局，建立直播运营团队，同时保持与达人直播合作，护肤品业务在抖音、天猫渠道收入增长迅速。同时公司开设线下实体店、进驻线下专柜等方式，完善全渠道布局，实现多场景的用户触达。

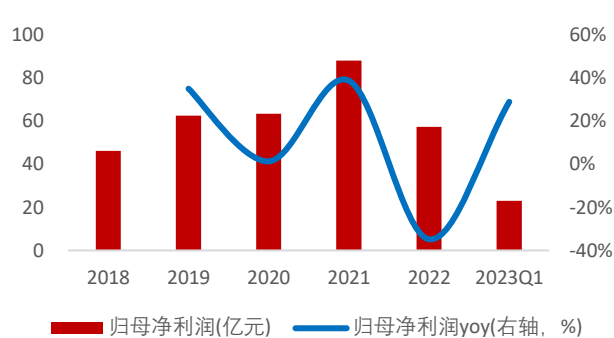
贝泰妮业绩符合预期。2022 年营收、归母净利润分别为 50.14、10.51 亿元，同比增长 24.65%、21.82%，相比去年放缓 27.92、36.95pcts；2023 年 Q1 营收、归母净利润分别为 8.63、1.58 亿元，同比增长 6.78%、8.41%，相比去年 Q4 放缓 4.15、增加 3.24pcts。**①从产品看，公司大单品体量较大，主品牌薇诺娜不断拓圈**。“面霜乳液+防晒”两大超级爆款表现稳定，年度黑马“冻干面膜”增势强劲，同时薇诺娜积极推出针对敏感肌衰老的“赋活修护精华液”系列、舒缓保湿特护精华液以及针对私域微信渠道的高端“薇诺娜臻研御龄”系列等，完善功效矩阵。此外，薇诺娜 baby 专注婴幼儿肌肤健康，核心单品“舒润霜”表现优异，Aoxmed 主攻抗老，目前线上线下已上线。**②从渠道看，线上线下齐发展**。2022 年公司线上营收 40.27 亿元（同比+22.06%，占比 80.33%），线下营收 9.70 亿元（同比+37.04%，占比 19.35%），均保持双位数增长。线上分渠道看，自建平台营收约 5 亿元（同比+11.45%，占线上 12.46%）；第三方平台营收 35.26 亿元（同比+23.73%，占线上 87.54%），其中阿里系/抖音系/京东系/唯品会分别增长 13.34%/86.23%/36.25%/1.58%，抖音快速发展。**③股权激励显信心。公司披露 2023 年股权激励计划**，拟向公司中高层管理及核心技术人员共 298 人合计授予 635.40 万股限制性股票，约占总股本 1.5%。从考核目标来看，以 2022 年为基数，公司 2023-2025 年营收/净利润增速不低于 28%/61.28%/100%。

图1 美容护理板块总营收及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图2 美容护理板块归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

表1 美容护理板块及核心公司营收情况

	2022 (亿元)	同比 (%)	2023Q1	同比 (%)
美容护理	842.92	7.56%	199.12	5.74%
爱美客	19.39	33.91%	6.30	46.30%
珀莱雅	63.85	37.82%	16.22	29.27%
华熙生物	63.59	28.53%	13.05	4.01%
贝泰妮	50.14	24.65%	8.63	6.78%

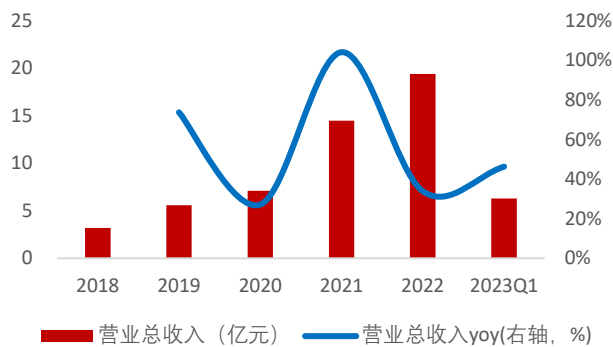
资料来源: ifind, 东海证券研究所

表2 美容护理板块及核心公司净利润情况

	2022 (亿元)	同比 (%)	2023Q1	同比 (%)
美容护理	57.45	-34.81%	23.10	29.02%
爱美客	12.64	31.92%	4.14	47.83%
珀莱雅	8.17	41.88%	2.08	31.32%
华熙生物	9.71	24.11%	2.00	0.37%
贝泰妮	10.51	21.82%	1.58	8.41%

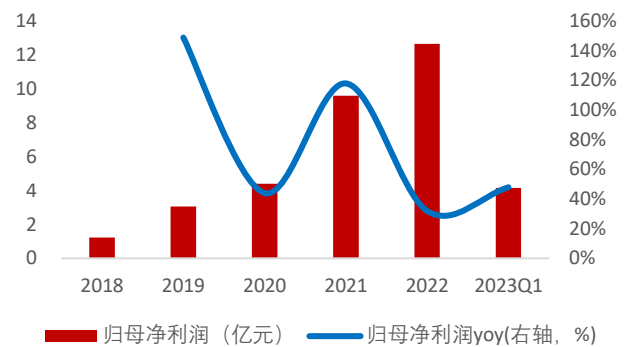
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图3 爱美客近5年及2023年Q1营收及增速



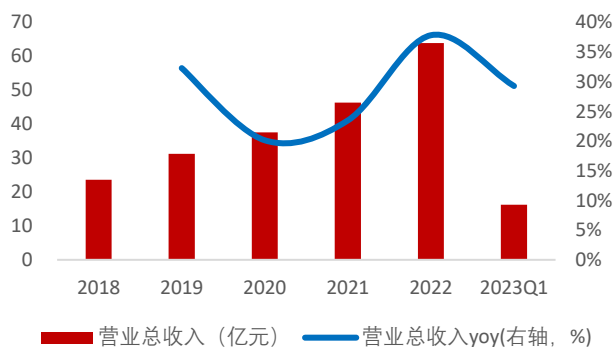
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图4 爱美客近五年及2023年Q1归母净利润及增速



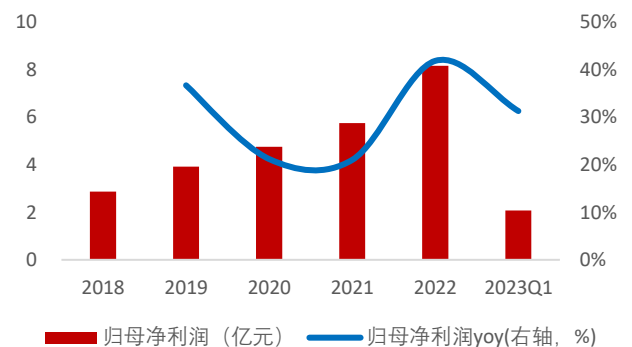
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图5 珀莱雅近5年及2023年Q1营收及增速



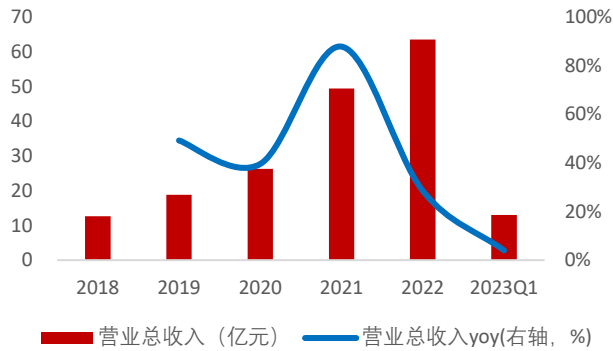
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图6 珀莱雅近五年及2023年Q1归母净利润及增速



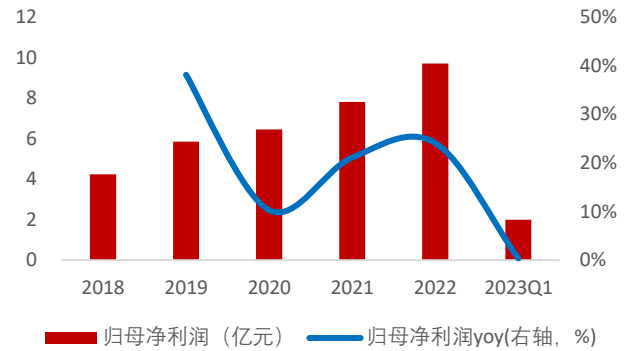
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图7 华熙生物近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速



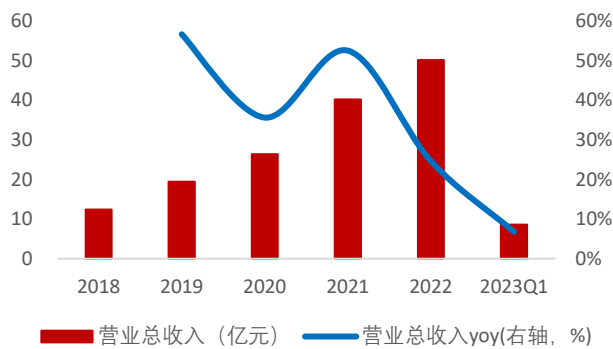
资料来源：ifind，东海证券研究所

图8 华熙生物近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速



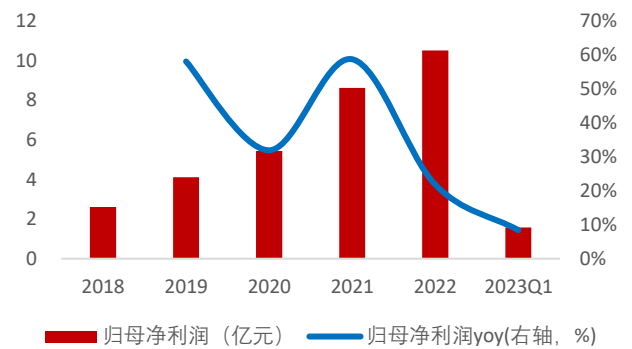
资料来源：ifind，东海证券研究所

图9 贝泰妮近 5 年及 2023 年 Q1 营收及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

图10 贝泰妮近五年及 2023 年 Q1 归母净利润及增速



资料来源：ifind，东海证券研究所

2. 盈利能力：行业盈利平稳，研发费用提升

2022 美容护理板块整体毛利率、净利率较为平稳，研发投入占比提升。2022 年美容护理板块行业毛利率/净利率分别 44.75%/6.82%，相较于去年同期提升 0.46pcts/放缓 4.43pcts；2023Q1 毛利率/净利率分别 45.81%/11.60%，相较于去年同期放缓 1.58pcts/提升 10.22pcts。美容护理板块中的公司大多重营销，销售费用占比较高，同时近年来，公司逐步重视研发，研发费率也呈稳步上升态势。美容护理板块 2022 年销售/管理/财务/研发费率分别为 23.46%/6.06%/-0.27%/3.58%，相较于去年同期+0.18/-0.21/-0.66/0.55pcts；2023Q1 销售/管理/财务/研发费率分别为 23.46%/6.14%/0.18%/3.54%，相较于去年同期-1.15/+0.53/-0.31/-0.02pcts。

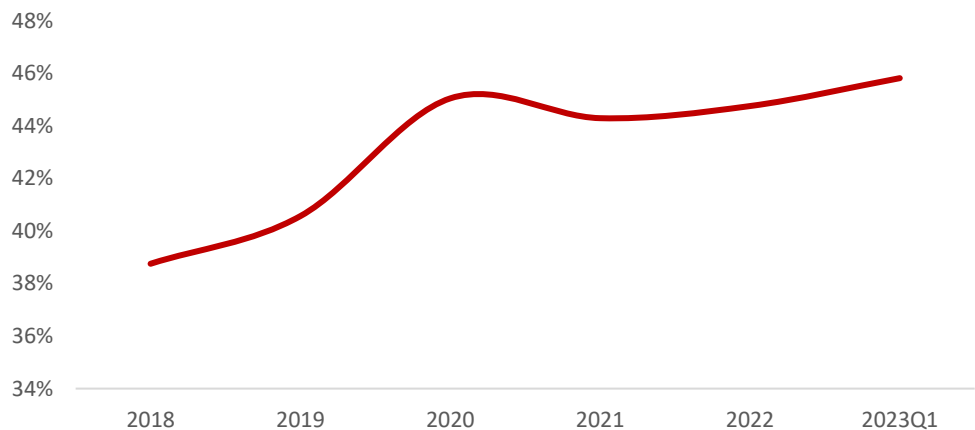
爱美客：公司盈利能力进一步提升。①2022 年公司毛利率 94.85% (+1.15pcts)，其中溶液类产品/凝胶类产品毛利率 94.23%/96.52% (+0.41pcts/+1.97pcts)；2023 年 Q1 毛利率 95.29% (较 2022 年 Q4-0.34pcts)。公司结构优化推动毛利率上行，濡白天使此类高毛利率产品收入占比提升推动毛利提升。②**管理、研发费用提升。**2022 年公司销售/管理/财务/研发费率分别为 8.39%/6.47%/-2.33%/8.93%，公司管理及研发费率有所提升，主要由于港股上市服务费用及人工费用增加以及加大研发投入所致。截至 2022 年底，公司研发投入金额同比增长 69.20%，研发团队人数扩充至 181 人，占总人数 25%；累计拥有 49 项专利。2023 年 Q1 公司销售/管理/财务/研发费率分别为 10.41%/7.99%/-2.49%/6.92%。③**净利润保持稳定。**2022 年公司净利率 65.54% (+0.16pcts)；2023Q1 净利率 65.71% (较 2022 年 Q4+9.79pcts)。

珀莱雅：毛利率迅速提升。①2022 年公司毛利率 69.70% (+3.24pcts)，2023 年 Q1 毛利率 70.03% (相比 2022 年 Q4-0.11pcts)。公司毛利率主要受线上直营占比提升以及高毛利大单品持续放量，子品牌快速增长所致。②2022 年公司销售/管理/财务/研发费率分别为 43.63%/5.13%/-0.64%/2.00%，公司销售费用占比持续增加，主要受形象宣传推广费增加所致，其他费用较为平稳。2023 年 Q1 公司销售/管理/财务/研发费率 43.23%/5.87%/-0.86%/3.20%。③2022 年公司净利率 12.80% (+0.37pcts)，2023 年 Q1 净利率 12.83% (较 2022 年 Q4-0.64pcts)。

华熙生物：公司毛利下降，整体费用率稳健。①公司毛利率下滑。2022 年公司毛利率 76.99% (-1.08pcts)，2023 年 Q1 毛利率 73.78% (较 2022Q4-2.7pcts)。②销售费率略降，研发费率提升。2022 年公司销售/管理/财务/研发费率分别为 47.95%/6.18%/-0.77%/6.10%，销售费用率相较于去年-1.29pcts，研发费用率提升 0.36pcts，公司研发费用的变化主要系 2022 年在研项目同比增长 41%至 337 个，同时公司研发人员数量稳步提升，薪酬同比上涨 26.36%。2023 年 Q1 公司销售/管理/财务/研发费率分别为 46.39%/6.59%/-0.46%/6.37%。③2022 年公司净利率 15.27% (-0.54pcts)，2023 年 Q1 净利率 15.36% (较 2022 年 Q4+0.97pcts)。

贝泰妮：公司盈利能力较为稳定。①毛利率略降。2022 年公司毛利率 75.21% (-0.8pcts)，2023 年 Q1 毛利率 76.11% (较 2022Q4-1.71pcts)。②研发投入大幅提升。2022 年公司销售/管理/财务/研发费率分别为 40.84%/6.84%/-0.29%/5.08%，公司销售费率随着规模成长呈平缓下降趋势，研发投入占比大幅提升 2.27pct，依托云南省特色植物提取实验室平台的资源和优势，有针对性地开展特色植物基础理论研究、创新原料研发、原料筛选研发、功效性化妆品研发、功能性食品研发、医疗器械研发以及包装开发研究等多维度深层次研发项目，截至 22 年底，公司研发人数达 391 人 (同比+65.68%)。2023 年 Q1 公司销售/管理/财务/研发费率分别为 47.60%/7.72%/-0.79%/3.93%。③2022 年公司净利率 20.97% (-0.49pct)，2023 年 Q1 净利率 18.33% (较 2022 年 Q4-6.87pct)。

图11 美容护理板块毛利率(%)



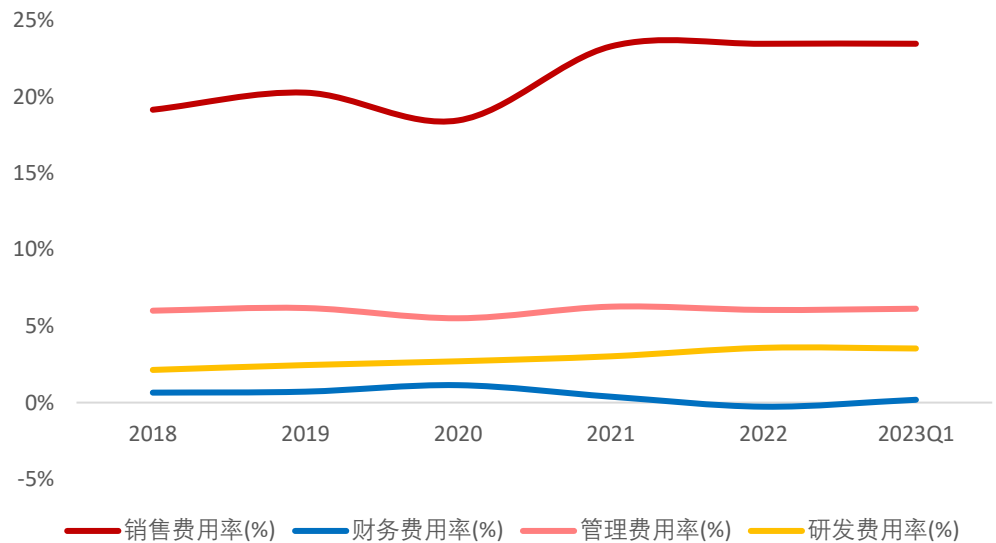
资料来源：ifind，东海证券研究所

表3 美容护理板块及核心公司毛利率情况

	2022	2022Q4	2023Q1	增速环比 pcts
美容护理	44.75%	47.39%	45.81%	-1.58
爱美客	94.85%	95.63%	95.29%	-0.34
珀莱雅	69.70%	70.14%	70.03%	-0.11
华熙生物	76.99%	76.49%	73.78%	-2.70
贝泰妮	75.21%	73.05%	76.11%	3.05

资料来源：ifind，东海证券研究所

图12 美容护理板块费用率



资料来源：ifind，东海证券研究所

表4 美容护理板块及核心公司 2022Q4/2023Q1 费用率情况

	2022Q4				2023Q1			
	销售	财务	管理	研发	销售	财务	管理	研发
美容护理	24.61%	0.49%	5.60%	3.56%	23.46%	0.18%	6.14%	3.54%
爱美客	6.45%	-0.81%	14.12%	12.91%	10.41%	-2.49%	7.99%	6.92%
珀莱雅	44.77%	-0.36%	3.78%	1.35%	43.23%	-0.86%	5.87%	3.20%
华熙生物	50.02%	-0.26%	5.89%	5.44%	46.39%	-0.46%	6.59%	6.37%
贝泰妮	33.53%	-0.15%	6.63%	6.05%	47.60%	-0.79%	7.72%	3.93%

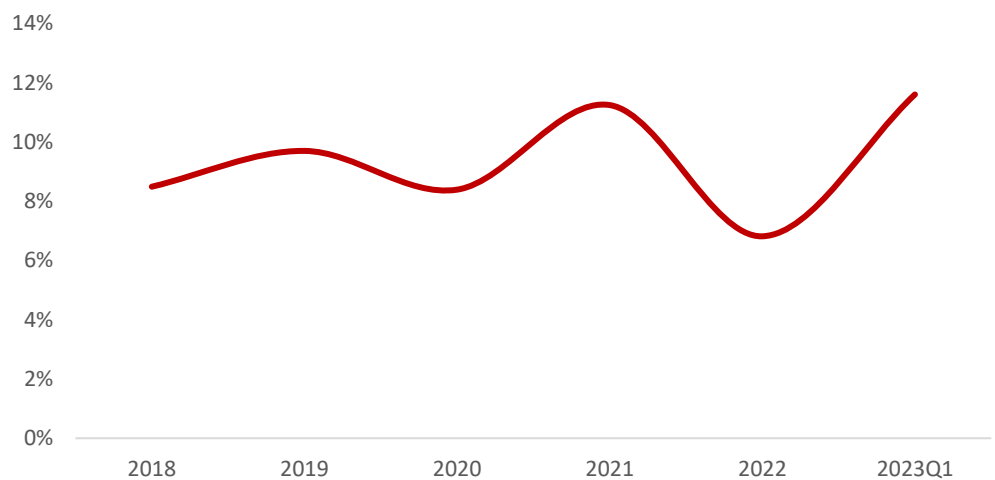
资料来源：ifind，东海证券研究所

表5 美容护理板块及核心公司 2022 核心费用率变化情况

	2022							
	销售	同比 (pcts)	财务	同比 (pcts)	管理	同比 (pcts)	研发	同比 (pcts)
美容护理	23.46%	0.18	-0.27%	-0.66	6.06%	-0.21	3.58%	0.55
爱美客	8.39%	-2.42	-2.33%	1.25	6.47%	2.00	8.93%	1.86
珀莱雅	43.63%	0.64	-0.64%	-0.48	5.13%	0.01	2.00%	0.35
华熙生物	47.95%	-1.29	-0.77%	-0.76	6.18%	0.05	6.10%	0.36
贝泰妮	40.84%	-0.94	-0.29%	-0.04	6.84%	0.74	5.08%	2.27

资料来源：ifind，东海证券研究所

图13 美容护理板块净利率



资料来源：ifind，东海证券研究所

表6 2022 美容护理核心公司盈利指标

	净利润 (亿元)	净利率	ROE (摊薄)
爱美客	12.64	65.17%	21.61
珀莱雅	8.17	12.80%	23.19
华熙生物	9.71	15.27%	14.64
贝泰妮	10.51	20.97%	18.93

资料来源：ifind，东海证券研究所

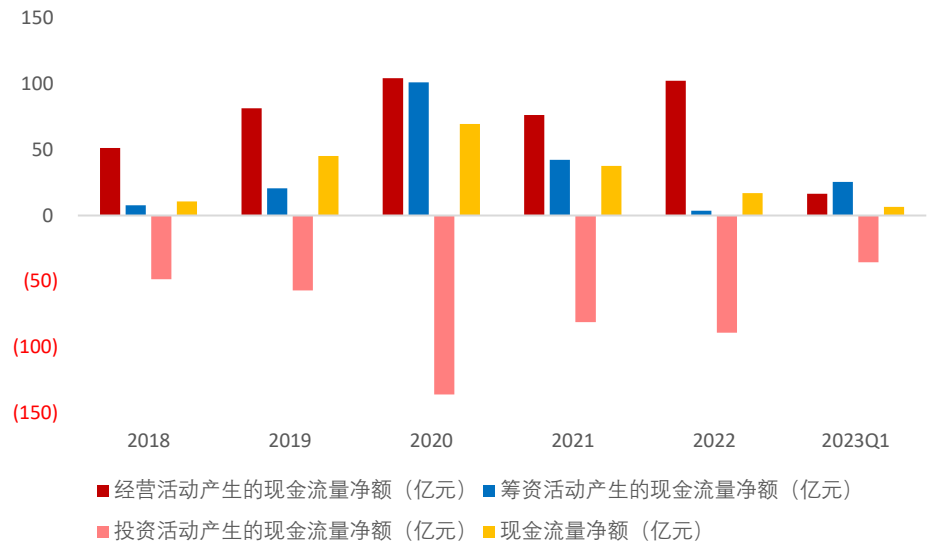
3. 现金流：现金流净额下降

2022 年行业整体现金流净额为 17.07 亿元 (同比-54.69%)，其中经营/筹资/投资现金流量净额分别为 102.61/3.66/-89.19 亿元 (同比+34.16%/-91.35%/-10.00%)。2023 年 Q1 行业整体现金流净额为 6.53 亿元 (同比+179.49%)，其中经营/筹资/投资现金流量净额分别为 16.57/25.58/-35.63 亿元 (同比+4.37%/6811.04%/-45.65%)。

爱美客：公司经营活动流量净额增长，投资流量净额减少，主要系销售增加以及理财产品支出增加所致。**珀莱雅**：经营活动现金流高增，公司经营现金流同比涨幅较大主要系营收增长较多；筹资活动现金流下降主要受吸收投资收到的现金 (收到限制性股票股权激励款) 增加以及取得借款收到的现金减少所致。**华熙生物**：经营活动现金流量净额大幅下滑，主要

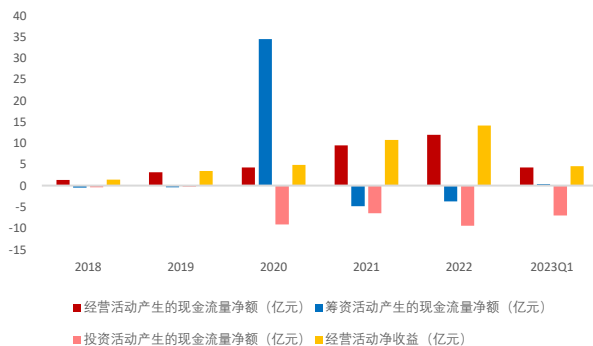
受本年支付的存货采购款、费用款项增加。**贝泰妮**：现金流量净额大幅下降。公司经营活动现金流下滑主要系公司生产性资料和服务采购规模同向增长导致支付的货款增加以及持续加大品牌形象推广宣传费用、人员费用以及电商渠道费用投入导致支付的其他经营性支出增加的综合影响所致；投资活动增加主要系闲置资金的稳妥理财；筹资活动的下降主要系公司2021年上市取得的募集资金导致。

图14 美容护理板块经营/筹资/投资现金流量净额



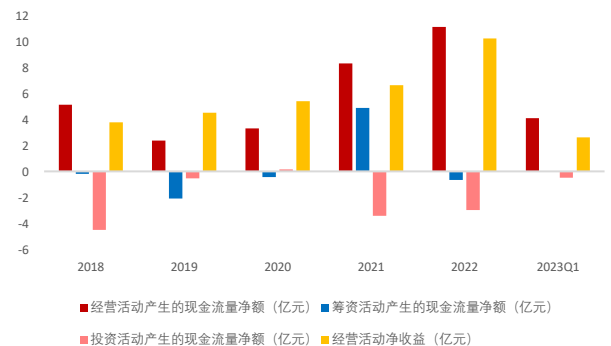
资料来源：ifind，东海证券研究所

图15 爱美客现金流净额(亿元)



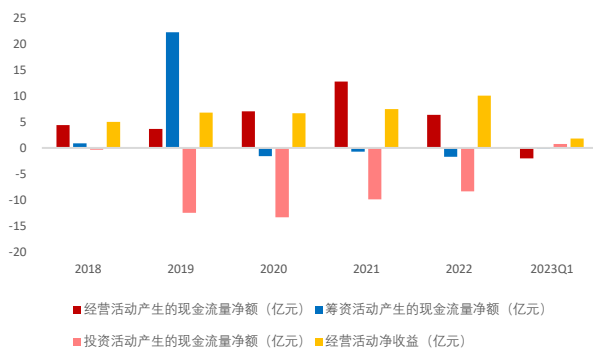
资料来源：ifind，东海证券研究所

图16 珀莱雅现金流净额(亿元)



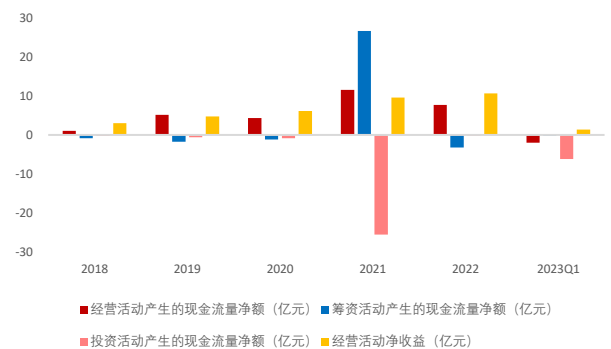
资料来源：ifind，东海证券研究所

图17 华熙生物现金流净额(亿元)



资料来源：ifind，东海证券研究所

图18 贝泰妮现金流净额(亿元)



资料来源：ifind，东海证券研究所

4.重要事件汇总

表7 美容护理行业事件汇总

时间	具体事件
2022.01	《化妆品生产经营监督管理办法》正式施行。
2022.01	四环医药与韩国 VIOL 达成黄金微针独家代理协议。
2022.01	药监局发布 YY/T 1849-2022《重组胶原蛋白》行业标准。
2022.02	华熙生物与山东省科学院生物研究所开启战略合作。
2022.03	国家市场监督管理总局发布《医疗器械生产监督管理办法》《医疗器械经营监督管理办法》。
2022.03	国家药监局明确将“水光针”纳入III类器械管理。
2022.03	国家药监局发布《化妆品生产质量管理规范要点及判定原则（征求意见稿）》。
2022.04	华熙生物收购益而康生物 51%股权进军胶原蛋白产业。
2022.05	巨子生物向港交所递交招股说明书。
2022.05	半岛医疗“射频治疗仪 LiTi”获得 NMPA 批准上市。
2022.05	爱美客与韩国 Huons BP 签订经销协议引进肉毒素产品。
2022.05	锦波生物上市申请获受理。
2022.06	爱美客重新递交港股上市申请。
2022.07	华东医药利拉鲁肽注射液用于肥胖或超重适应症上市许可申请获受理。
2022.07	华熙生物终止与韩国肉毒素厂商 Medytox 的合作。
2022.07	珀莱雅推出双白瓶精华液；薇诺娜上新熊果苷美白保湿精华次抛。
2022.07	贝泰妮旗下 AOXMED 品牌正式在官网上线。
2022.08	资生堂领投江苏创键医疗。
2022.08	国家药监局组织起草了《化妆品网络经营监督管理办法（征求意见稿）》。
2022.08	普门科技体外冲击波治疗仪获批二类医疗器械。
2022.09	敷尔佳上市申请获批。
2022.09	珀莱雅上新源力精华 2.0 版本。
2022.10	《化妆品不良反应监测管理办法》于 10 月 1 日开始执行。
2022.12	美丽田园港股上市。
2022.12	上美集团通过港交所上市聆讯。
2022.12	珀莱雅上新启时滋养精华油。
2022.12	华熙生物注射用交联透明质酸钠凝胶获批三类医疗器械。
2023.01	中华医学会医学美学与美容学分会对外发布《新馆疫情时期整形美容医疗风险管控指导意见》。
2023.01	珀莱雅上新红宝石面膜 2.0；薇诺娜上新小氧泵眼霜。
2023.02	珀莱雅上新云朵防晒、隔离乳、红宝石水乳 2.0；彩棠上新争清流玉三色腮红盘以及哑雾口红。

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

5.基金持仓：2023Q1 持仓下行

2023年Q1行业基金持股比例下行。受益于双十一等影响，基金于2022年Q4大幅加仓美容护理板块，行业平均持股比例提升至6.68%（较2022H1+3.27pcts）。2023年Q1持仓下跌至3.71%（较2022年末-2.97pcts），主要由于一季度消费整体提升，美容护理38节促销表现整体较为一般，同时以线下渠道为主的餐饮、旅游等恢复更加显著，资金流出。个股来看，爱美客、百亚股份、科思股份、珀莱雅、贝泰妮、华熙生物基金持股比例较高，2023Q1基金持仓占比分别为28.36%/21.24%/13.68%/7.17%/6.40%/5.32%，同时爱美客、科思股份、贝泰妮、华熙生物持仓下滑超10pcts，分别为17.49%/10.10%/13.76%/17.37pcts。

表8 美容护理板块基金持股比例（%）

	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31
名臣健康	0.00	0.02	3.18	4.57	3.99
丸美股份	0.73	1.42	0.00	0.72	1.16
豪悦护理	1.58	1.34	0.78	6.95	1.38
青岛金王	0.00	0.01	0.00	0.08	0.00
依依股份	0.74	2.92	1.23	2.02	0.27
可靠股份	0.00	0.47	0.00	0.27	0.00
延江股份	0.00	0.08	0.00	0.06	0.00
诺邦股份	0.00	0.52	0.72	0.00	0.00
嘉亨家化	0.00	4.02	2.75	10.26	4.38
登康口腔	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
华业香料	0.00	0.04	0.00	0.21	1.14
力合科创	1.26	0.23	0.00	0.24	0.00
科思股份	12.08	33.40	23.00	23.78	13.68
拉芳家化	0.00	0.00	0.00	0.19	0.00
水羊股份	0.14	0.75	0.16	1.01	0.02
两面针	0.00	0.22	0.48	0.31	0.00
青松股份	1.08	1.39	2.38	7.46	3.85
锦盛新材	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
洁雅股份	0.00	0.72	0.00	0.77	3.95
广州浪奇	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
稳健医疗	1.20	7.92	2.11	7.67	1.35
上海家化	6.26	9.68	4.74	6.86	4.15
奥园美谷	0.08	0.94	0.45	1.22	1.52
百亚股份	0.40	0.90	0.00	20.74	21.24
中顺洁柔	0.28	1.52	0.58	3.79	0.72
爱美客	20.64	44.29	30.77	45.85	28.36
珀莱雅	5.26	9.54	6.23	12.02	7.17
贝泰妮	6.53	17.27	11.35	20.16	6.40
倍加洁	0.00	0.00	0.00	0.51	1.19
华熙生物	5.60	19.22	11.47	22.69	5.32
平均持股比例	2.13	5.29	3.41	6.68	3.71

资料来源：Iifind，东海证券研究所

6.投资建议

行业增速放缓，龙头表现稳健。2022 年受到疫情影响，行业整体收入/利润增速有所放缓，在此背景之下，龙头企业表现出极强的韧劲，建议主抓确定性标的。重点关注：①产品力不断提升，新品牌不断放量，多品牌矩阵逐步成型，业绩具备一定确定性的国产龙头珀莱雅。②聚焦功效性细分赛道，市占率有望提升，估值处于底部的贝泰妮。③以玻尿酸原料为基，功能性护肤为主，多元业务板块发展的华熙生物。④合规产品管线丰富，产品结构不断优化的医美龙头爱美客。

7.风险提示

1. **行业竞争加剧。**不断涌入的竞争者导致竞争格局发生转变，同时国货品牌可能受到外资品牌打压。
2. **新品推出不及预期。**公司新品如不及预期可能影响经营业绩。
3. **行业景气度下行。**行业整体受到外部环境影响景气度向下。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089