



盈利企稳、复苏持续，美护长期配置价值突显 美容护理行业 2022&2023Q1 业绩综述

核心观点

2022 年宏观景气度下行，可选消费美护板块营收仍显韧性，盈利水平下探筑底。2023Q1 美护板块复苏逻辑持续演绎，盈利拐点显现。从基本面看：2022 年申万美容护理行业营收同比增速达 5.92%，位于 31 个申万一级行业的第 14 名；归母净利润同比下降 41.14%，排名第 23。2023Q1 申万美容护理行业营收同比增长 5.77%，排名第 9；归母净利润同比增长 33.53%，排名第 8。

医美：2022 年医美渗透提升逻辑兑现放缓，上游韧性突出；2023Q1 到店场景复苏，板块盈利弹性释放。2022 年医美药械/终端机构分别实现收入 170.11 亿元/104.84 亿元，同比增长约 11%/7%；分别实现归母净利润 7.46 亿元/净亏损 13.43 亿元。2023Q1 医美药械/终端机构分别实现收入 37.78 亿元/14.65 亿元，同比增长约 23%/21%；归母净利润约 8.51 亿元/0.40 亿元。长期来看医美渗透率提升逻辑支撑行业增长中枢，合规政策趋严迫使行业长尾出清，行业马太效应愈加明显。

化妆品：2022 年化妆品行业渠道红利式微，核心群体消费力削减，行业增长中枢回落；2023Q1 品牌商板块营收维稳，利润改善。2022 年品牌化妆品/化妆品制造及其他分别实现收入 429.93 亿元/134.65 亿元，同比增长 6%/下降 6%；分别实现归母净利润 38.34 亿元/净亏损 10.53 亿元。2023Q1 品牌化妆品/化妆品制造及其他分别实现收入 7.26 亿元/2.88 亿元，同比增长约 2%/-12%；归母净利润约 8.51 亿元/1.56 亿元。品牌化妆品竞争格局优化，国货替代兑现加速。

个护用品：2022 年以来供给侧原材料高位运行+需求侧消费信心羸弱，个护用品板块利润端边际收窄。2022 年生活用纸/洗护用品分别实现收入 619.73 亿元/177.73 亿元，同比增长 9%/1%；分别实现归母净利润 46.32 亿元/20.27 亿元。2023Q1 生活用纸/洗护用品分别实现收入 44.13 亿元/20.09 亿元，同比增长约 5%/7%；分别实现归母净利润 4.66 亿元/3.10 亿元。

基金持仓分析：2023Q1 美容护理行业公募基金持仓总市值为 194.69 亿元，环比下降 8.55%。行业配置延续超配，公募基金配置比例环比下调至 0.67%，超配 0.19pct。分子行业看，2023Q1 增量资金主要配置仍在医美板块。

投资建议

疫情阵痛下美护行业高成长性和高确定性仍得到印证，2023 年作为疫后消费复苏的重要窗口期，全年来看头部企业在宏观经济企稳环境下业绩修复确定性强，或迎戴维斯双击。**医美：**低渗透高景气态势延续，政策趋严利好头部药械商的医疗器械批文壁垒。重点推荐疫情期间 α 逆势向上、估值具有较强性价比的药械龙头爱美客，关注医美光电成长势头强劲的器械厂商普门科技。**化妆品：**消费低迷弱复苏+消费者趋于理性，头部品牌化妆品的进口替代逻辑加速兑现。受益标的包括基本面优质的珀莱雅和存在边际改善机会的福瑞达、丸美股份等。**个护用品：**中短期原材料价格有望下行带动盈利预期修复，中长期渗透提升+产品升级驱动行业增长，新兴赛道掘金机会值得关注。包括百亚股份区域和渠道渗透并行，中高端产品起量且掘金养老概念成人纸尿裤赛道。

风险提示

终端消费持续低迷；行业政策不利变化；市场竞争加剧。

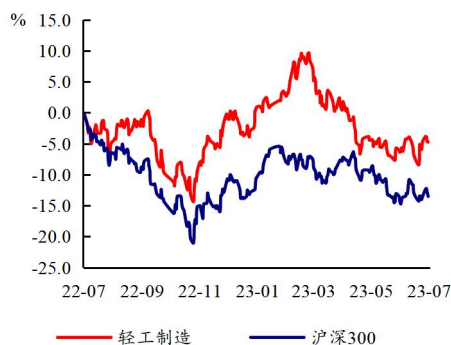
评级

暂无评级

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	张馨引
电子邮箱	zhangxy1024@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《美丽田园 (2373.HK)：外延加速客群沉淀，赋能医美渗透价值变现》2023.07.05
《美丽田园医疗健康 (2373.HK)：中高端美护头部品牌，美业生态优势持续深化》2023.05.12
《锦波生物过会，重组胶原蛋白 III 类制剂具稀缺性+张力》2023.04.03
《锦波生物 IPO 过会，北交所重组胶原蛋白第一股登陆在即》2023.03.26
《妆字号美容针乱象曝光，持续利好持 II I 类证医美针剂》2023.03.19

正文目录

1. 行业业绩综述.....	4
2. 子板块业绩回顾.....	7
2.1. 医美：合规趋严长尾淘汰，坚定长期渗透提升逻辑.....	7
2.2. 化妆品：弱复苏强分化，龙头保持高增，头部边际改善.....	12
2.3. 个护用品：成本端压力缓解，盈利端反弹在即.....	17
3. 行业基金持仓分析.....	22
4. 投资建议.....	25
5. 风险提示.....	26

图表目录

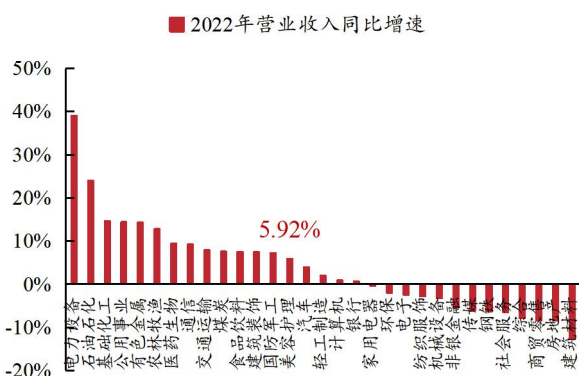
图表 1. 2022 年申万一级行业收入同比增速：美容护理排行 14/31.....	4
图表 2. 2022 年申万一级行业归母净利润同比增速：美容护理排行 23/31.....	4
图表 3. 2023Q1 申万一级行业收入同比增速：美容护理排行 9/31.....	4
图表 4. 2023Q1 申万一级行业归母净利润同比增速：美容护理排行 8/31.....	4
图表 5. 2022 申万一级行业年涨跌幅：美容护理排行 5/31.....	5
图表 6. 2023Q1 申万一级行业季涨跌幅：美容护理排行 28/31.....	5
图表 7. 美容护理行业业绩综述统计对象.....	5
图表 8. 2018-2023Q1 各板块收入同比增速变化.....	6
图表 9. 2018-2023Q1 各板块经调整归母净利润同比增速变化.....	6
图表 10. 2022& 2023Q1 各板块业绩一览.....	6
图表 11. 2018-2023Q1 医美子行业收入同比增速对比.....	7
图表 12. 2018-2023Q1 医美子行业经调归母净利及净利率对比.....	7
图表 13. 2018-2023Q1 医美药械制造收入、归母净利润同比增速.....	8
图表 14. 2018-2023Q1 重点品牌医美药械制造企业归母净利同比增速.....	8
图表 15. 2018-2023Q1 医美药械制造财务指标变化.....	9
图表 16. 2018-2023Q1 医美药械厂商销售费用率.....	9
图表 17. 2018-2023Q1 医美药械厂商管理费用率.....	9
图表 18. 医美药械厂商存货周转天数变化（天）.....	9
图表 19. 医美药械厂商经营活动现金流/营业收入变化.....	9
图表 20. 2018-2023Q1 医美终端机构收入、归母净利润及收入同比增速.....	10
图表 21. 2018-2023Q1 重点品牌医美终端机构企业收入同比增速.....	10
图表 22. 2018-2023Q1 医美终端机构财务指标变化.....	11
图表 23. 医美终端机构存货周转天数变化（天）.....	11
图表 24. 医美终端机构经营活动现金流/营业收入变化.....	11
图表 25. 化妆品类零售额累计值及同比增速.....	12
图表 26. 化妆品类零售额当月值及同比增速.....	12
图表 27. 2022-2023Q1 品牌化妆品天猫淘宝月销售额（亿元）.....	12
图表 28. 2018-2023Q1 品牌化妆品收入、归母净利润同比增速.....	13
图表 29. 2018-2023Q1 重点品牌化妆品企业归母净利同比增速.....	13
图表 30. 2018-2023Q1 品牌化妆品毛利率、净利率.....	13
图表 31. 2018-2023Q1 品牌化妆品费用率.....	13
图表 32. 2017-2023Q1 品牌化妆品重点标的存货周转天数（天）.....	14
图表 33. 2018-2023Q1 品牌化妆品重点标的应收账款周转天数（天）.....	14
图表 34. 2017-2023Q1 品牌化妆品重点标的经营活动现金流/营业收入.....	14
图表 35. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块收入、经调整归母净利同比增速.....	15
图表 36. 2018-2023Q1 年化妆品制造及其他重点标的营收（亿元）.....	16
图表 37. 2018-2023Q1 年化妆品制造及其他重点标的归母净利润（亿元）.....	16

图表 38. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块核心财务指标变化	16
图表 39. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块重点标的毛利率变化	16
图表 40. 2017-2023Q1 化妆品制造及其他板块管理、研发费用率呈提升趋势	16
图表 41. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他存货周转天数、平均应收账款周转天数变化（天）	17
图表 42. 2017-2023Q1 化妆品制造及其他经营活动现金流/营业收入	17
图表 43. 日用品类零售额累计值及同比增速	17
图表 44. 日用品类零售额当月值及同比增速	17
图表 45. 2018-2023Q1 纸浆价格指数走势	18
图表 46. 2018-2023Q1 生活用纸板块收入、利润同比增速	18
图表 47. 2018-2023Q1 重点生活用纸企业收入同比增速	18
图表 48. 2018-2023Q1 生活用纸板块主要财务指标	19
图表 49. 2017-2023Q1 生活用纸存货周转天数变化（天）	20
图表 50. 2017-2023Q1 生活用纸经营活动现金流/营业收入	20
图表 51. 2018-2023Q1 洗护用品收入、净利润同比增速	21
图表 52. 2018-2023Q1 重点洗护用品企业收入同比增速	21
图表 53. 2018-2023Q1 洗护用品核心财务指标变化	21
图表 54. 2018-2023Q1 洗护用品重点企业销售费用率	21
图表 55. 2017-2023Q1 洗护用品存货周转天数变化（天）	22
图表 56. 2017-2023Q1 洗护用品经营活动现金流/营业收入	22
图表 57. 2023Q1 基金持仓市值按行业分布较 2022Q4 变动	22
图表 58. 2023Q1 基金持仓市值按行业分布	23
图表 59. 美容护理行业超配比例提升	24
图表 60. 美容护理板块指数市盈率（TTM）	24
图表 61. 2022Q1-2023Q1 美容护理基金持仓市值按子行业分布	24
图表 62. 美容护理行业基金重仓个股	25

1. 行业业绩综述

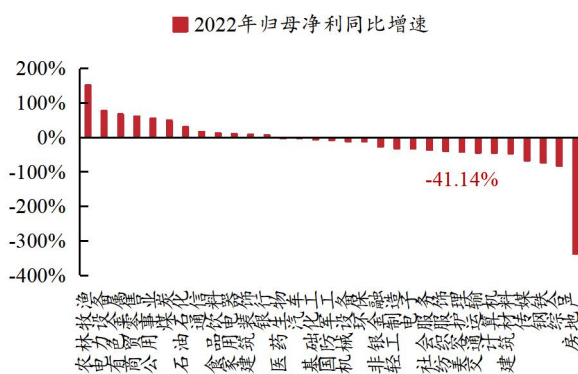
2022 年美护板块营收在疫情多发背景下仍显韧性，盈利水平下探筑底。2022 年疫情扰动、宏观景气度低迷，美容护理行业展业受阻、需求承压。从行业基本面看：2022 年申万美容护理行业营收同比增速达 5.92%，增速位于 31 个申万一级行业的第 14 名；归母净利润同比增速下降 41.14%，增速位于 31 个申万一级行业的第 23 位。从市场表现看：2022 年申万一级行业跌多涨少，其中美护板块跌幅较窄，全年下跌 7%，位于 31 个申万一级行业的第 5 位。

图表 1. 2022 年申万一级行业收入同比增速：美容护理排行 14/31



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

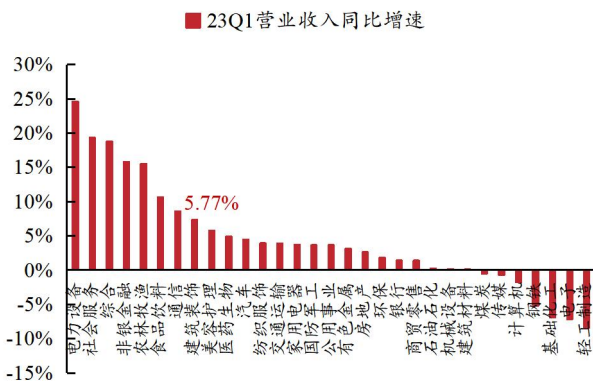
图表 2. 2022 年申万一级行业归母净利润同比增速：美容护理排行 23/31



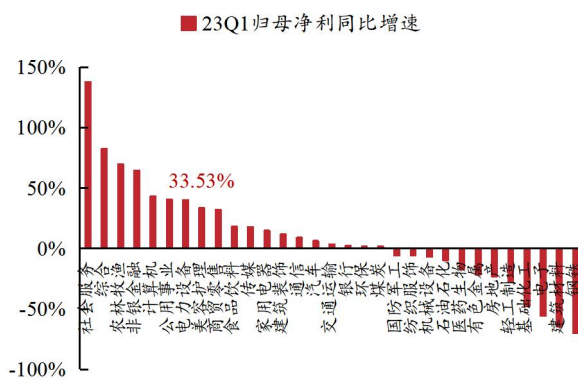
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2023Q1 美护板块景气度明显改善，盈利拐点显现，但市场表现较弱。从行业基本面看：2023Q1 申万美容护理行业营收同比增长 5.77%，增速于 31 个申万一级行业中排名第 9；归母净利润同比增长 33.53%，增速于 31 个申万一级行业中排名第 8。2023Q1 美容护理板块演绎疫后复苏逻辑，归母净利润一改下行走势，同比增速明显改善。从市场表现看：2023Q1 大盘开启疫后躁动行情，但美容护理行业依旧下跌 2%，主要系消费复苏预期反复和市场配置偏好转变。

图表 3. 2023Q1 申万一级行业收入同比增速：美容护理排行 9/31

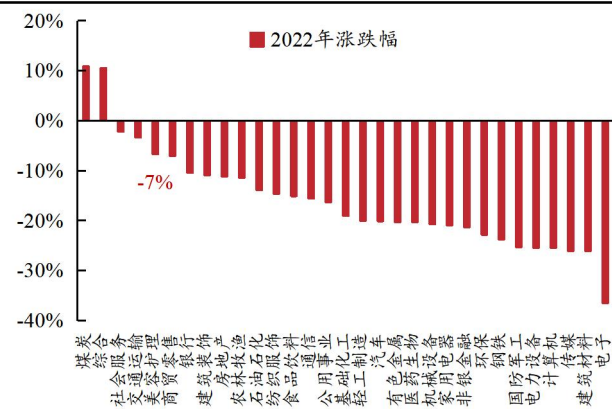


图表 4. 2023Q1 申万一级行业归母净利润同比增速：美容护理排行 8/31



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

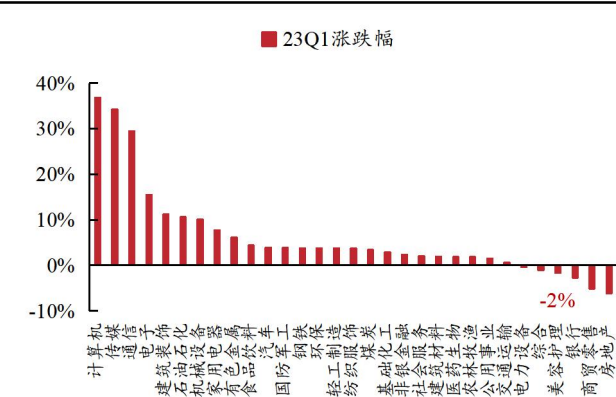
图表 5. 2022 申万一级行业年涨跌幅：美容护理排行 5/31



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 6. 2023Q1 申万一级行业季涨跌幅：美容护理排行 28/31



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

为直观了解板块业绩表现，我们选取如下重点上市公司代表子行业板块，并以子行业等权重代表美容护理板块行情。

图表 7. 美容护理行业业绩综述统计对象

医美			化妆品			个护		
医美耗材	爱美客	300896.SZ	品牌化妆品	贝泰妮	300957.SZ	生活用纸	中顺洁柔	002511.SZ
	华熙生物	688363.SH		珀莱雅	603605.SH		恒安国际	1044.HK
	华东医药	000963.SZ		上海家化	600315.SH		维达国际	3331.HK
	昊海生科	688366.SH		水羊股份	300740.SZ		稳健医疗	300888.SZ
	四环医药	0460.HK		丸美股份	603983.SH	洗护用品	拉芳家化	603630.SH
	复锐医疗科技	1696.HK		鲁商发展	600223.SH		朝云集团	6601.HK
	江苏吴中	600200.SH		上美股份	2145.HK		蓝月亮集团	6993.HK
	普门科技	688389.SH		巨子生物	2367.HK		华宝股份	300741.SZ
	哈三联	002900.SZ		丽人丽妆	605136.SH		豪悦护理	605009.SH
终端机构	朗姿股份	002612.SZ	化妆品制造及其他	壹网壹创	300792.SZ		百亚股份	003006.SZ
	奥园美谷	000615.SZ		青松股份	300132.SZ		可靠股份	301009.SZ
	美丽田园	2373.HK		青岛金王	002094.SZ			
	医思健康	2138.HK		科思股份	300856.SZ			
	医美国际	AIH.O		嘉亨家化	300955.SZ			

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注：季报数据统计对象不包含 H 股标的

2022 年美容护理行业利润端整体萎缩，子板块表现延续分化态势。

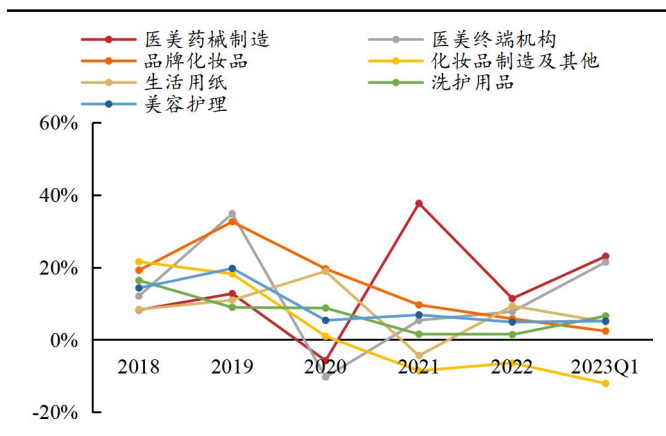
2022 年美护行业重点上市公司总营收达 106.07 亿元，同比增长 4.88%。

2022 年美护板块归母净利润实现 88.43 亿元，归母净利润率仅 1.93%，同比下降 7.42pct。分子板块来看，2022 年营收同比增速：医美药械制造>生活用纸>医美终端机构>品牌化妆品>洗护用品>化妆品制造及其他，其中医美药械制造、生活用纸、医美终端机构及品牌化妆品表现强于美容护理行业整体；化妆品制造及其他板块受成本压力营收负增长。2022 年经调整归母净利润方面，子板块归母净利润同比增速：医美药械制造（-1.0%）>品牌化

妆品 (-6.5%) > 洗护用品 (-27.9%) > 生活用纸 (-31.2%) > 医美终端机构 (-44.8%) > 化妆品制造及其他 (-48.5%)，子板块净利润普遍萎缩。

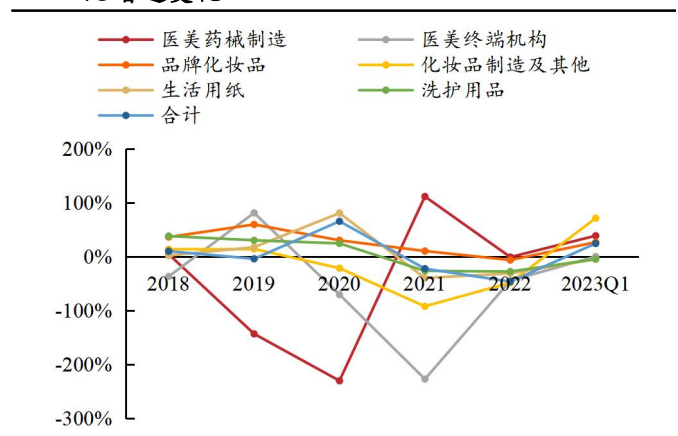
随着 2023Q1 需求逐步复苏，美容护理行业整体收入规模小幅增长，而净利润明显提升。收入方面，由于疫情影响消退，医美终端机构到店消费恢复，板块营收同比增速相较去年同期由负转正；医美药械制造、品牌化妆品随着基数增加，营收降速但仍保持较好增长；生活用纸、洗护用品在经济修复影响下较去年小幅增长，化妆品制造及其他营收业绩萎缩加大。利润方面，医美终端机构扭亏为盈，化妆品制造及其他、医美药械制造、品牌化妆品归母净利同比增速均明显提升；生活用纸、洗护用品归母净利同比降幅亦有所缩窄。

图表 8. 2018-2023Q1 各板块收入同比增速变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 2018-2023Q1 各板块经调整归母净利润同比增速变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2022& 2023Q1 各板块业绩一览

子板块	营收同比增速		经调整归母净利润同比增速		毛利率		归母净利率	
	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1	2022	2023Q1
医美药械制造	11%	23%	-1%	39%	69%	68%	4%	23%
医美终端机构	8%	21%	-45%	扭亏为盈	48%	50%	-3%	3%
品牌化妆品	6%	2%	-7%	27%	53%	61%	10%	12%
化妆品制造及其他	-6%	-12%	-48%	71%	20%	25%	1%	5%
生活用纸	9%	5%	-31%	-5%	34%	40%	12%	11%
洗护用品	1%	7%	-28%	-5%	47%	36%	16%	15%
美容护理	5%	5%	-47%	24%	45%	46%	9%	11%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注：板块业绩口径经调整：（1）2022 年医美药械板块的归母净利润同比增速计算未考虑因医药业务展业不佳和因子公司分拆上市而产生大额非经常损益的四环医药；（2）2022 年医美终端机构板块的归母净利润同比增速计算未考虑于 2022 年因被诉讼而计提大额预计负债和商誉减值的奥园美谷和于 2021 年战略重组的医美国际；（3）2022 年化妆品制造及其他板块的归母净利润同比增速计算未考虑因旗下 3 家子公司出售而计提大额投资亏损的青岛金王和因子公司展业不佳而计提大额商誉减值的青松股份

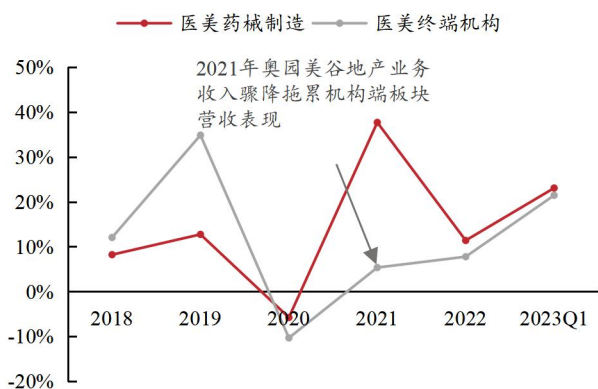
2. 子板块业绩回顾

2.1. 医美：合规趋严长尾淘汰，坚定长期渗透提升逻辑

2022 年医美线下场景屡受冲击致渗透提升逻辑兑现放缓，上游业绩仍显韧性。分子板块来看：1) 美护机构端线下展业受阻，收入走势与疫情形势密切相关。2022 年医美机构外部承压，全年线下展业艰巨。客户到店不畅和美丽需求抑制导致 2022 年医美机构端经调归母净利实现 3.17 亿元，主要倚仗香港本土机构医美健康凭借香港疫情率先缓解、展业复苏，从而带动板块利润正增长。2) 上游药械商的产品迭代出新和渠道端快速铺开战略有效缓解疫情冲击，医美药械制造子板块 2022 年收入同比增速实现 11.38%；全年实现归母净利率 4.38%。

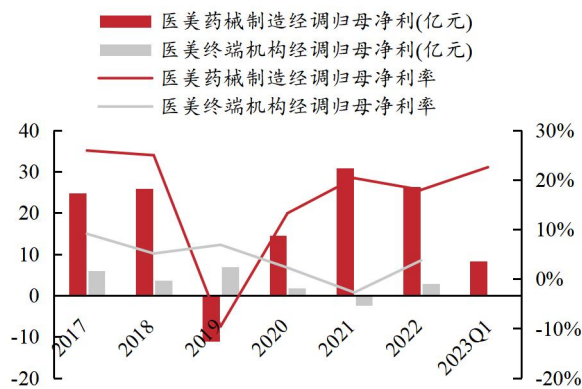
2023Q1 医美行业到店场景复苏，板块景气度明显改善。2023Q1 医美上游药械制造和医美终端机构营收同比增速分别达 23.06%/21.44%；归母净利率分别达 22.53%/2.70%。部分头部终端机构 2023Q1 业绩尚未具体披露（因美丽田园等公司于港股上市），而鉴于上游药械商的业绩修复性高且复苏信号传导至上游具备一定时间差，我们认为 2023Q1 医美终端机构板块实际同比增速有望强于药械端。2023Q1 前期仍有疫情扰动，医美行业在不利影响下仍能实现业绩高增，验证板块高成长性和强修复弹性，我们认为 2023Q2 复苏态势有望持续。

图表 11. 2018-2023Q1 医美子行业收入同比增速对比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 12. 2018-2023Q1 医美子行业经调归母净利及净利率对比



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

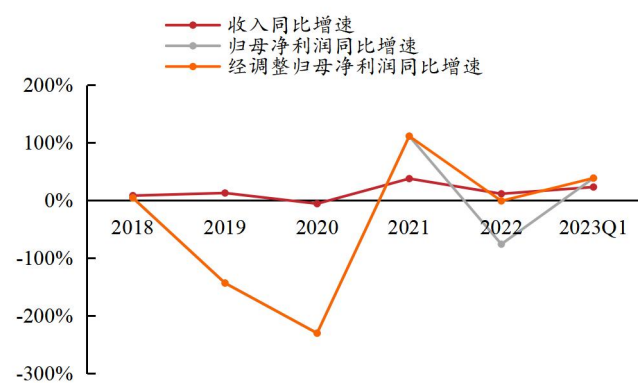
注：医美药械板块剔除因医药业务展业不佳和因子公司分拆上市而产生大额非经常损益的四环医药；
注：医美终端机构板块剔除于 2022 年因被诉讼而计提大额预计负债和商誉减值的奥园美谷

分子行业来看：2022 年医美药械制造板块营收稳健，头部公司品牌力支撑产品迅速推广，合规背景下率先享受市场出清。2022 年医美药械制造板块收入同比增速和归母净利同比增速分别达 11.38%/75.98%。利润端下滑主要系四环医药收购深圳易美平台以布局光电器械研发和制造；如剔除四环医药，2022 年医美上游板块经调整归母净利基本持平，同比下滑 1.00%。其中医美药械龙头爱美客产品迭代流畅，合规产品受趋严政策保

保驾护航，全年归母净利同比增速实现 31.12%：1) 安全性高、恢复期快的轻医美项目渗透率近年提升迅速，爱美客轻医美注射针剂产品矩阵丰富，销量保持高增；2) 新品类再生类针剂受市场追捧且具备稀缺性，爱美客新品濡白天使于终端快速推广并迅速起量，其高端定位亦有效优化公司产品结构；3) 水光针正式纳入III类医疗器械管辖，爱美客旗下合规水光产品本活泡泡针受益。另小而精的普门科技凭借医疗器械发力，2022 年归母净利同比增速达 32.12%，冷拉提等新品光电医美器械逐步上量。

2023Q1 医美药械制造板块收入、利润反弹明显。2023Q1 板块收入同比增速和归母净利同比增速分别达 23.06%/38.54%，医美复苏势头显著。其中龙头企业爱美客归母净利创新高，2023Q1 爱美客归母净利达 4.14 亿元，同比增长 47.83%。

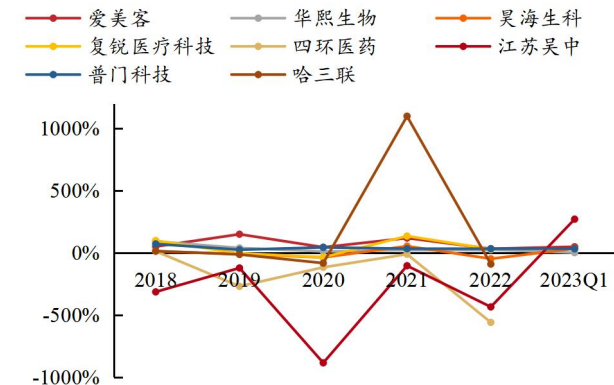
图表 13. 2018-2023Q1 医美药械制造收入、归母净利润同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

注：经调整归母净利润同比增速剔除因医药业务展业不佳和因子公司分拆上市而产生大额非经常损益的四环医药

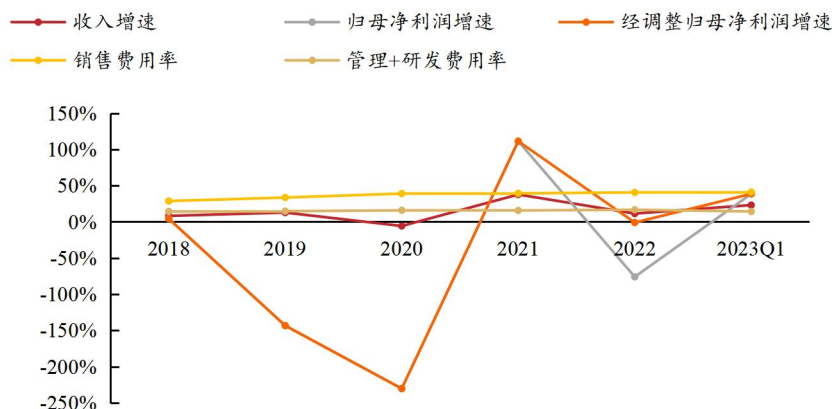
图表 14. 2018-2023Q1 重点品牌医美药械制造企业归母净利同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

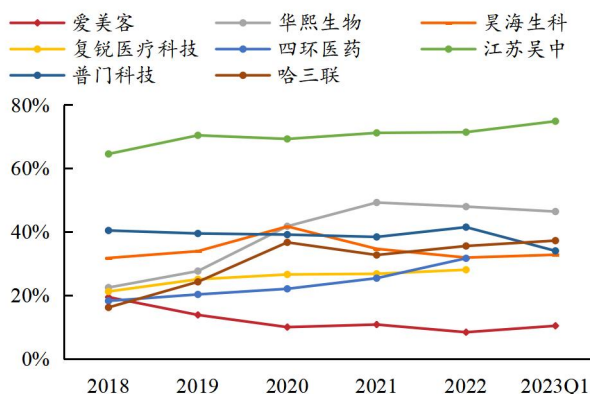
财务指标分项来看：医美药械制造板块高毛利率水平延续，费用投放表现分化。毛利率方面，上游医美药械毛利率 2022 年/2023Q1 分别为 68.90%/67.56%，保持高水平。净利率方面，2022 年板块经调整归母净利率基本持平，2023Q1 终端复苏抬升上游药械商利润表现。费用率方面，各药械厂商费控分化明显。2023Q1 爱美客、昊海生科、江苏吴中和哈三联销售费用投放加大，而普门科技销售费用率下行明显；另 2023Q1 爱美客管理费用率抬头，主要系其港股上市费用增加。

图表 15. 2018-2023Q1 医美药械制造财务指标变化



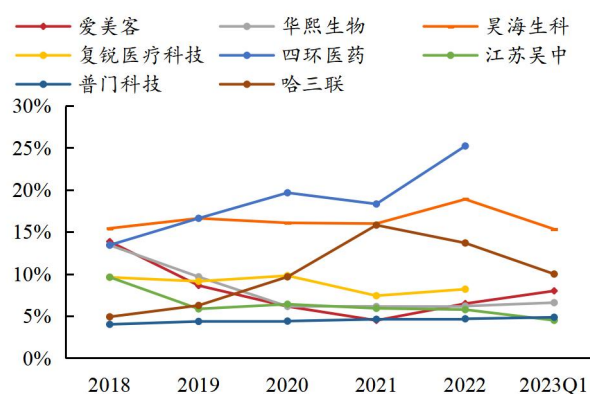
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 16. 2018-2023Q1 医美药械厂商销售费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

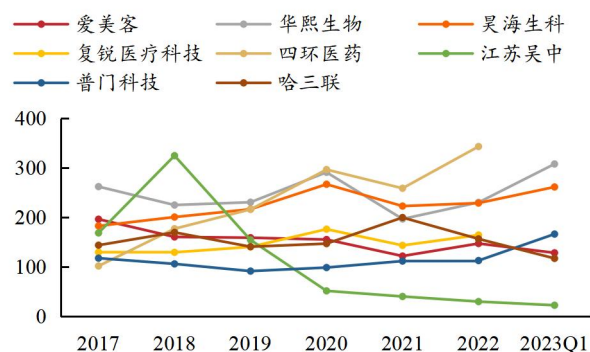
图表 17. 2018-2023Q1 医美药械厂商管理费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

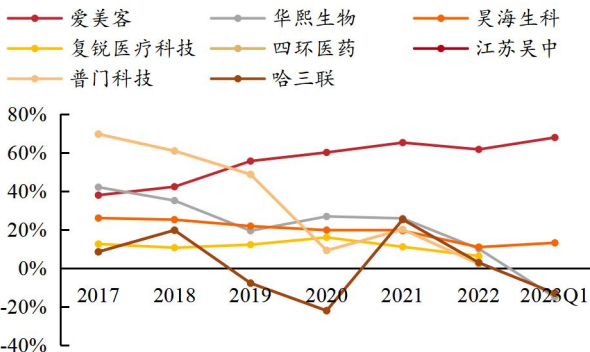
经营效率方面：2023Q1 医美药械制造板块存货周转效率回升，经营现金流整体承压，龙头药械商经营稳中向好。2022 年行业存货周转天数整体小幅提升，而 2023Q1 行业复苏背景下，存货周转率呈现分化，爱美客、哈三联、江苏吴中存货周转提速；而行业经营活动现金流/营业收入水平整体下行。分公司来看，业务集中于轻医美行业的爱美客经营韧性优越，2022 年和 2023Q1 其存货周转较快、经营性现金流稳定较高。

图表 18. 医美药械厂商存货周转天数变化 (天)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 19. 医美药械厂商经营活动现金流/营业收入变化

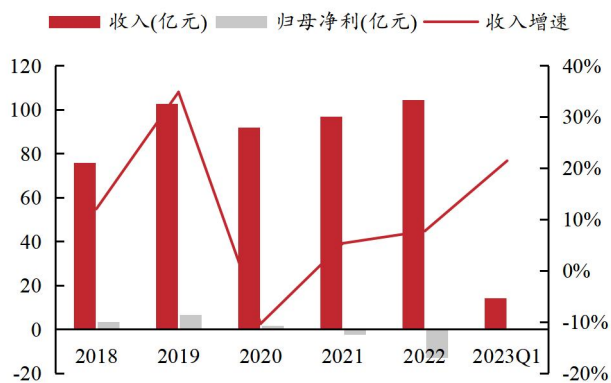


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

医美机构方面，2022 年疫情下新客渗透放缓+线下场景屡受冲击，尾部出清带来头部整合的结构性机遇。2022 年医美终端机构板块收入达 104.84 亿元，同比增长 7.77%。其中，板块归母净利由盈转亏，主要为奥园美谷被信达资产起诉而计提大额预计负债和商誉减值；另香港本土企业医思健康业绩修复，主要得益于 2022 年香港地区大型公共事件压力率先缓解，当地机构线下展业恢复。**2023Q1 医美终端机构客流回春吹响复苏号角，关注板块短期修复弹性释放、中长期集中度提升可能。**2023Q1 医美终端机构板块收入端有所起色，总营收同比增速达 21.44%；归母净利扭亏为盈，实现 0.40 亿元，盈利端进入上行通道。

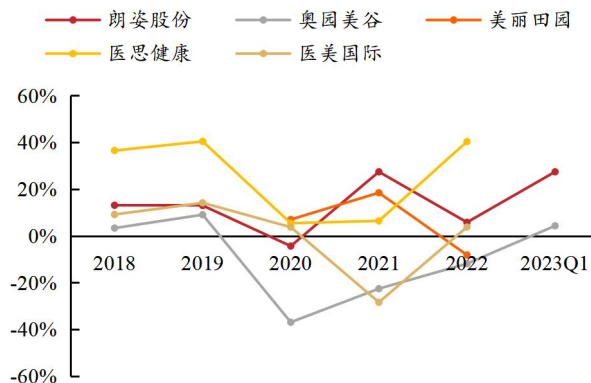
展望 2023 年全年，需求端在宏观经济环境低迷致消费疲软、叠加行业监管持续加严背景下，行业新客招揽整体受阻，存量客户或贡献主要营收。我们认为，行业存量客户以中高端消费人群为主，其消费能力受影响相对较小，或有效支撑下半年行业收益逐步修复。**供给方面**，板块竞争格局极度分散，长尾效应显著，疫情反复迫使尾部经营不善机构出清，头部机构或可乘机整合行业资源、实现结构性增长。**关注头部机构美丽田园和朗姿股份**凭借较广覆盖面和较深品牌力践行更快复苏节奏、抢占更多市场出清资源。

图表 20. 2018-2023Q1 医美终端机构收入、归母净利润及收入同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

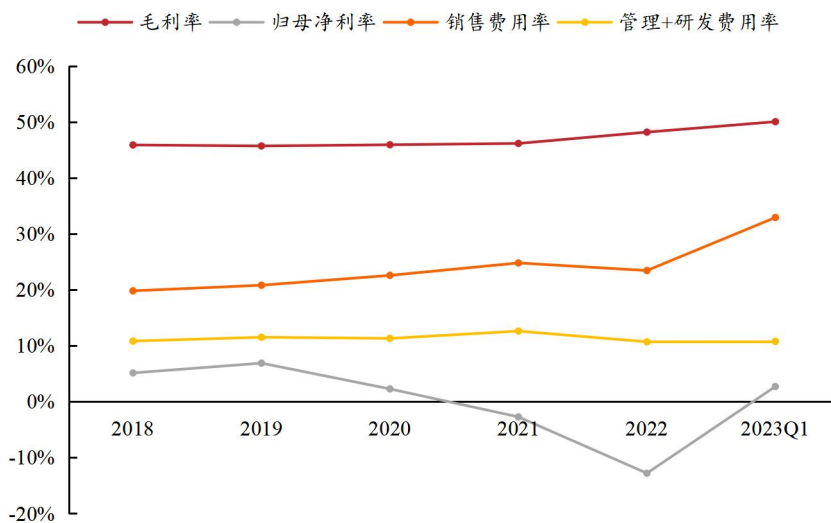
图表 21. 2018-2023Q1 重点品牌医美终端机构企业收入同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

财务指标分项来看：**2023Q1 医美机构板块利润率指标回暖，机构端营销重整旗鼓。****毛利率方面**，2022 年医美机构板块毛利率 48.20%，同比增长 2.02pct，主要系 2021 年毛利低基数所致（2021 年板块内医美国际主动战略重组，毛利率由 60.43%跌至 41.74%）。2023Q1 板块毛利率实现 50.06%。**净利率方面**，板块归母净利率自 2020 年起持续走低，2023Q1 疫情影响消弭后回升明显。**费用率方面**，2023Q1 机构端销售费用率提升显著达 32.93%，管理及研发费用维持平稳。

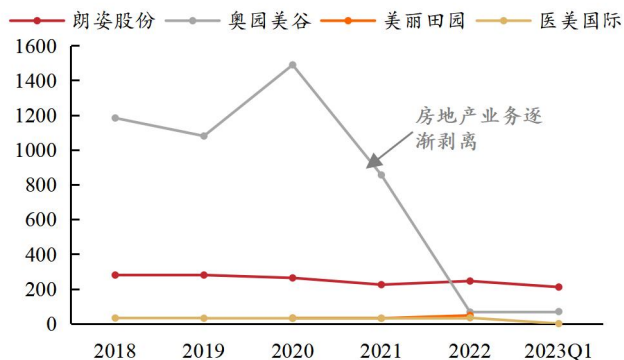
图表 22. 2018-2023Q1 医美终端机构财务指标变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

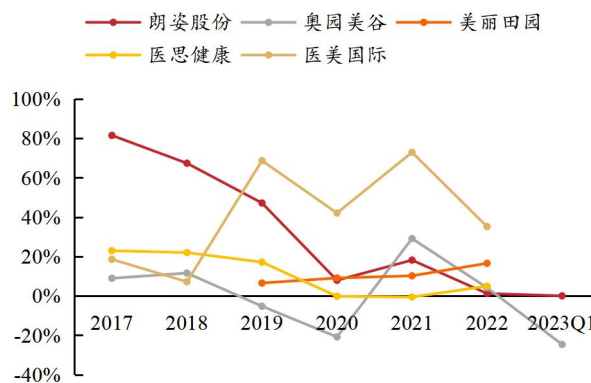
经营效率方面：2023Q1 医美机构去库存进行时，履行前期预付卡合同负债继续拖累经营性现金流表现。虽 2022 年行业外部环境恶化，但各机构在积极管理举措下保持存货周转天数平稳；2023Q1 展业恢复、客流复苏，各机构存货周转效率略微优化。现金流方面，2022 年板块经营活动现金流/营业收入比值同比下降 5.86pct，外部承压期间的线下租金成本和员工成本消耗现金流储备。其中美丽田园和医思健康经营性现金流/营业收入实现小幅上升，公司经营面稳健。2023Q1 医美机构展业以消耗前期预付卡为主，板块现金流同比增速不及收入同比增速。随着增量客户的充值和存量客户前期储值的持续消耗，医美终端机构板块 2023H2 现金储备有望边际改善。

图表 23. 医美终端机构存货周转天数变化（天）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 24. 医美终端机构经营活动现金流/营业收入变化

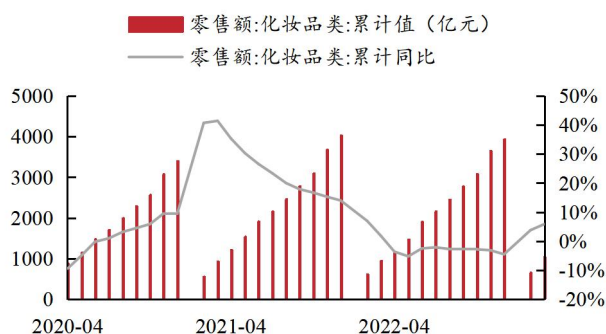


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 化妆品：弱复苏强分化，龙头保持高增，头部边际改善

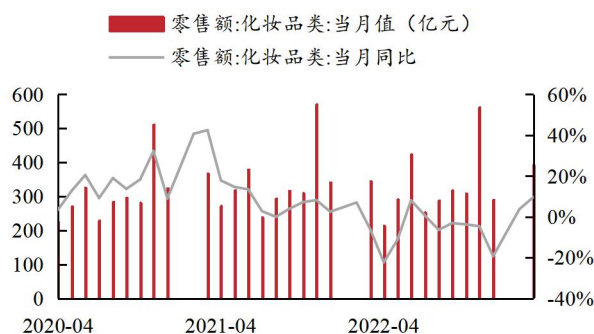
2022 年化妆品行业随着渠道红利式微、核心客群消费力削减，行业增长中枢回落；2023Q1 出行社交需求恢复叠加大促优惠加大，社零呈弱复苏局面。2022 年化妆品类累计零售额 3936 亿元，同比下降 4.5%；2023 年 1-3 月，化妆品零售额累计值为 1043 亿元，同比增长 5.9%；从当月值来看，2022 年 3 月化妆品零售额约 344.7 亿元，同比增长 9.6%。

图表 25. 化妆品类零售额累计值及同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

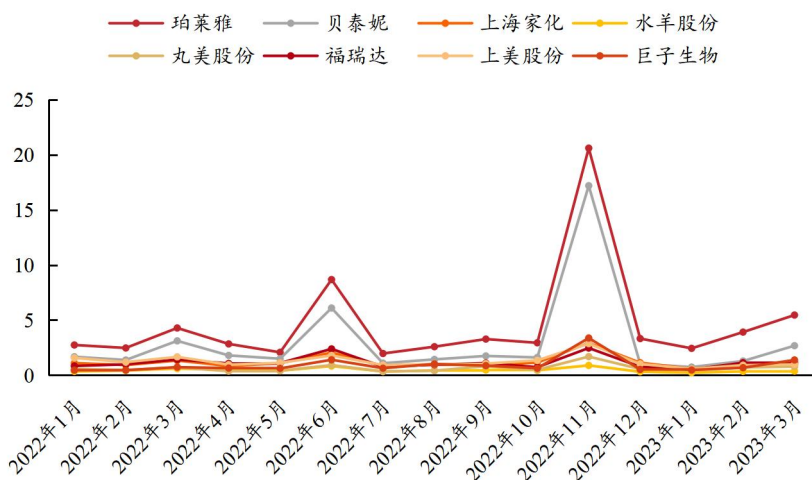
图表 26. 化妆品类零售额当月值及同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022 年消费疲软背景下，头部国货化妆品品牌持续兑现进口替代逻辑，品牌化妆品板块收入端韧性凸显，收入同比增速明显高于化妆品零售整体同比增速。相较于化妆品零售额同比下滑，2022 年品牌化妆品板块营业收入同比逆势增长 5.78%，高出化妆品零售额同比增速 10.28pct。化妆品品牌表现分化加深，其中珀莱雅和贝泰妮凭借核心大单品放量带动下头部品牌势能持续释放，淘系平台月销售额始终领先；业绩亦稳步向好，全年归母净利润同比增速分别达 41.88%、21.82%。

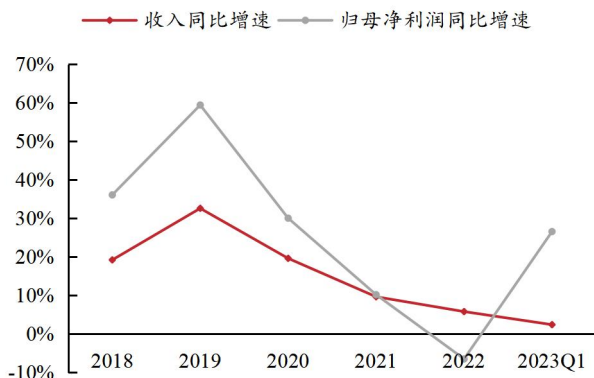
图表 27. 2022-2023Q1 品牌化妆品天猫淘宝月销售额 (亿元)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

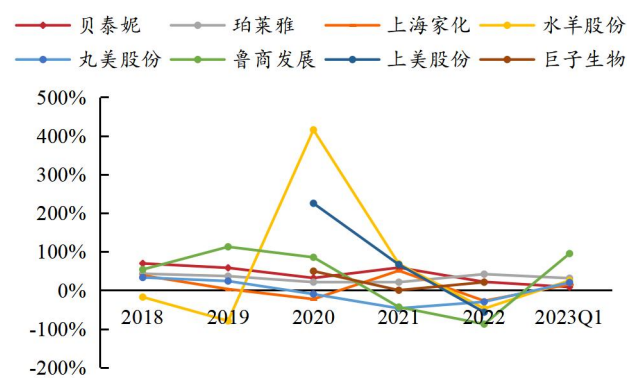
2023Q1 品牌化妆品营收趋稳，利润改善，弱复苏形势下关注边际改善机遇。2023Q1 品牌化妆品板块营收同比增速约 2.38%，而归母净利增速实现 26.55%高增。珀莱雅等龙头公司的高成长性和福瑞达、丸美股份等头部公司的边际改善拉动板块利润增长。

图表 28. 2018-2023Q1 品牌化妆品收入、归母净利润同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

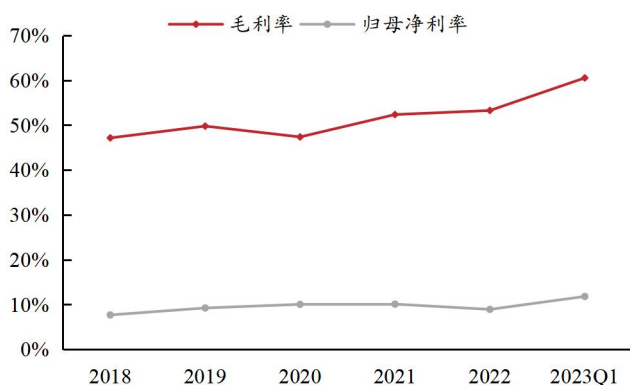
图表 29. 2018-2023Q1 重点品牌化妆品企业归母净利同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

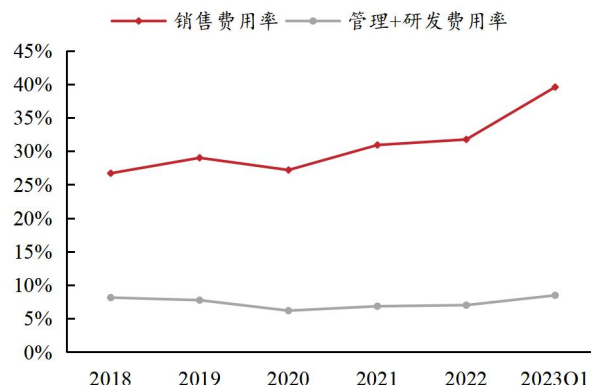
财务指标分项来看：品牌化妆品板块毛利率震荡上行，净利率企稳微增；毛利率方面，品牌化妆品毛利率自 2018 年震荡上行，依托品牌、产品升级迭代稳步提升毛利水平，2022/2023Q1 品牌化妆品毛利率同比增速分别提高 0.91pct/0.81pct，主要得益于珀莱雅大单品战略持续推行和丸美股份减少促销产品占比。**净利率方面，**2018 年以来品牌化妆品板块归母净利率呈现小幅提升趋势，但 2022 年收入端承压明显、而费用端扩张持续，归母净利率同比下滑 1.17pct 至 8.92%；2023Q1 消费复苏下板块净利率显著回升至 11.80%。**费用率方面，品牌化妆品重营销的基调不变，疫后开春头部品牌商营销热情高涨。**2018 年以来销售费用率持续上行，2023Q1 板块销售费用率高达 39.55%，其中珀莱雅、丸美股份销售费用同比分别增长 31.87%/41.28%；板块管理+研发费用率保持稳定在 8%上下，为行业长期健康发展夯实基础。

图表 30. 2018-2023Q1 品牌化妆品毛利率、净利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

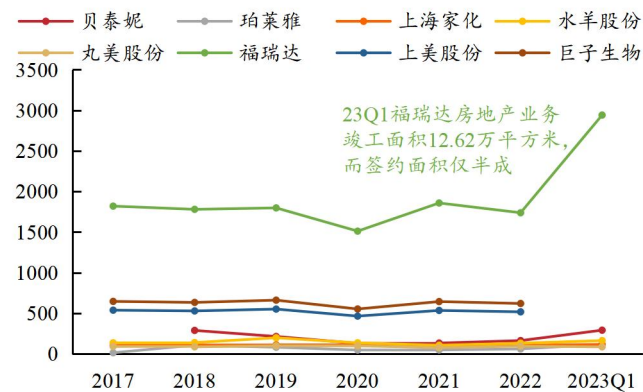
图表 31. 2018-2023Q1 品牌化妆品费用率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

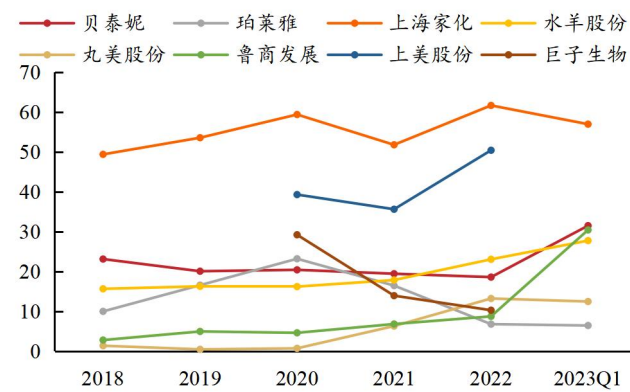
经营效率方面：1) 存货周转率：2022 年各重点上市公司同比增速基本稳定；2023Q1 边际减慢，存货周转天数略有提升，或与品牌化妆品积极准备春夏大促而囤货增加有关；2) 应收账款周转率：2022 年回款周期普遍延长，仅珀莱雅的应收账款周转率有所提升；3) 经营活动现金流/营业收入：2022 年品牌化妆品普遍同比增速走弱，仅丸美股份经营活动现金流/营业收入指标有所小幅提升。

图表 32. 2017-2023Q1 品牌化妆品重点标的存货周转天数（天）



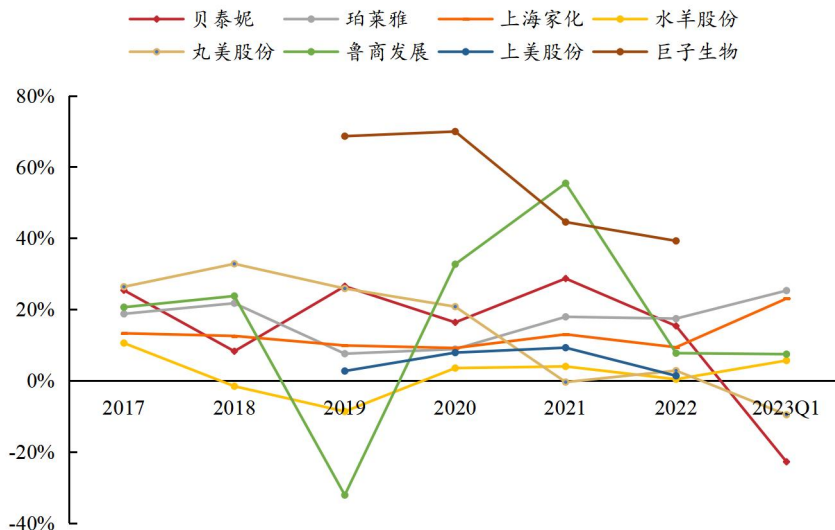
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 33. 2018-2023Q1 品牌化妆品重点标的应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 34. 2017-2023Q1 品牌化妆品重点标的经营活动现金流/营业收入



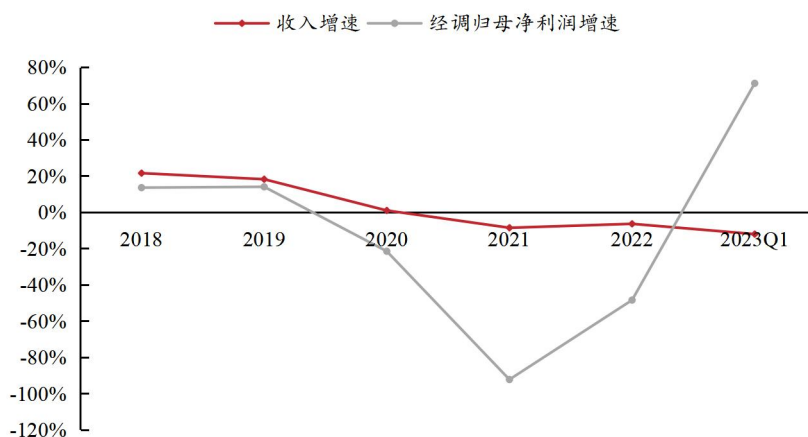
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

化妆品制造及其他行业，供给侧议价权较低，2022 年需求萎靡、成本承压背景下代工、代运营公司业绩首当其冲。2022 年化妆品制造及其他板块营收同比下降 6.41%，归母净利润同比严重下跌 1558%，主要系期间青松股份商誉减值计提 4.53 亿元、青岛金王计提投资损益-3.43 亿元。剔除两者影响，2022 年板块归母净利润同比仍下滑 48.48%。

2023Q1 化妆品制造及其他板块因位处产业链上游修复节奏稍滞后，少数公司表现亮眼但整体收入颓势延续。2023Q1 化妆品制造及其他板块营收同比下降 12.10%；而归母净利同比提升 71.11%，主要系全球防晒剂供应商科思股份的海外需求全面恢复且产能扩大，2023Q1 科思股份归母净利同比增长 176.13%。

分子板块来看：1）化妆品制造环节，2022 年订单减少、成本加剧，2023 年静待终端需求复苏信号传递。2022 年消费低迷下行业增长总体放缓，叠加多轮原材料、包材、代工涨价及物流运输费用增加，化妆品代工收入和归母净利跌幅扩大。2022 年板块中仅科思股份凭借海外市占提升实现收入利润双增。2023Q1 或因销售淡季和品牌商库存囤积过多，代工方总营收继续下行。**2）电商零售环节，存量渠道业绩承压，新项目孵化投入拖累收益。**随着线上流量红利加速消逝，化妆品代运营公司存量项目收入下滑明显，折扣促销加大进一步拖累利润端表现。在此背景下多家代运营公司积极开拓新兴渠道、孵化自营品牌以寻求转型，前期投入使板块盈利能力短期受压。

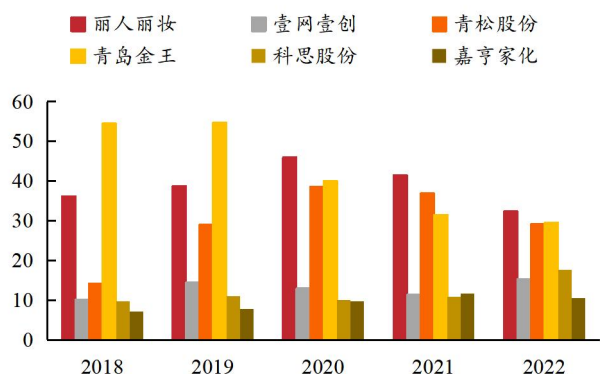
图表 35. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块收入、经调整归母净利润同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

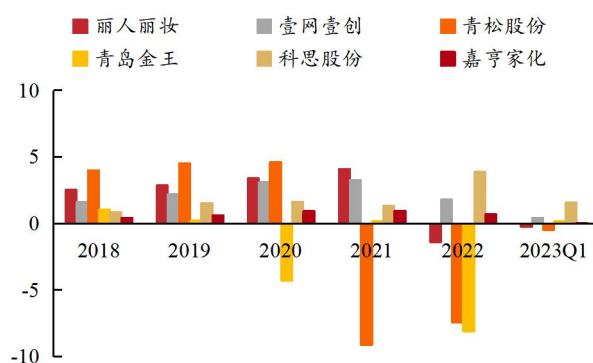
注：经调整归母净利润同比增速剔除了 2022 年存在较大商誉减值计提的青松股份和存在大额投资损益的青岛药王

图表 36. 2018-2023Q1 年化妆品制造及其他重点标的的营收（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

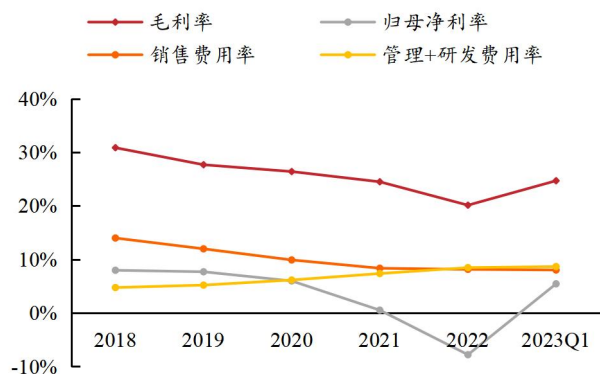
图表 37. 2018-2023Q1 年化妆品制造及其他重点标的的归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

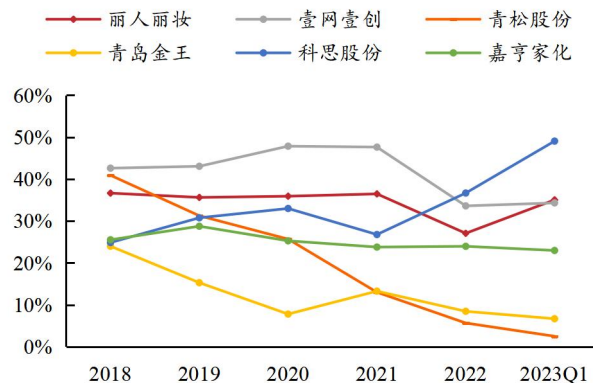
财务指标分项来看，毛利率方面，2022 年需求低迷且成本增加，化妆品制造及其他板块的毛利率下行至 20.11%，同比下跌 4.37pct；2023Q1 多数公司毛利企稳，科思股份依托外延发展带动板块毛利率整体上行。费用率方面，化妆品制造及其他企业费用投放效率整体稳定，2022/2023Q1 板块销售费用率分别达 8.13%/ 8.00%；管理+研发费用率分别达 8.45%/8.65%。净利率方面，净利率趋势与板块毛利基本一致。

图表 38. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块核心财务指标变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 39. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他板块重点标的的毛利率变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 40. 2017-2023Q1 化妆品制造及其他板块管理、研发费用率呈提升趋势

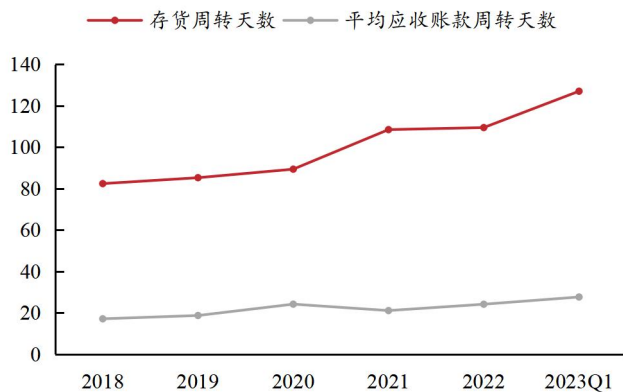
	管理费用率							趋势	研发费用率							趋势
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1	
丽人丽妆	1.9%	2.2%	2.3%	2.2%	3.0%	4.2%	5.0%	↑	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	↓
壹网壹创	3.7%	3.2%	2.7%	3.9%	7.2%	5.3%	7.0%	↑	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	2.2%	2.1%	1.5%	↓
青松股份	8.1%	2.3%	3.7%	4.9%	5.0%	6.7%	9.7%	↑	0.0%	3.3%	3.6%	3.2%	3.4%	4.2%	4.2%	↑
青岛金王	4.2%	4.3%	4.2%	5.8%	6.8%	6.4%	2.6%	↓	0.0%	0.7%	0.7%	0.8%	1.2%	1.3%	0.7%	↓
科思股份	7.8%	5.8%	6.0%	7.3%	7.5%	6.0%	7.3%	↑	2.9%	3.0%	3.1%	3.9%	4.2%	4.6%	5.3%	↑
嘉亨家化	10.6%	8.5%	9.9%	9.4%	10.0%	13.0%	15.0%	↑	1.9%	2.0%	2.3%	1.9%	1.9%	2.0%	3.4%	↑

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022 年至今化妆品制造及其他子板块经营效率弱化，2023Q1 存货、回款周期均有延长，多数上市公司经营现金流偏弱。2022 年板块存货周转

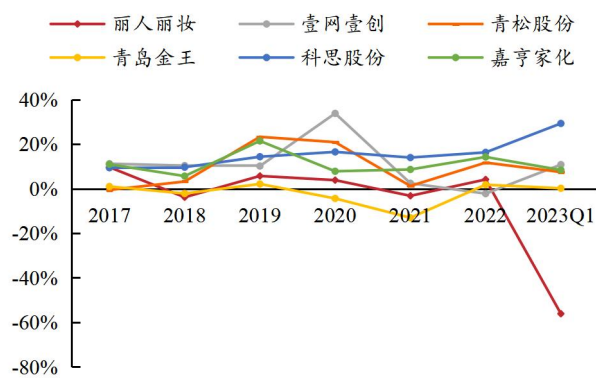
天数与2021年基本持平，平均应收账款周转天数略有提升。2023Q1逢销售淡季，化妆品制造环节存货周转率和应收账款周转率均有下降；大部分代工、代运营公司经营现金流有所恶化，仅壹网壹创、科思股份现金流情况略有改善。

图表 41. 2018-2023Q1 化妆品制造及其他存货周转天数、平均应收账款周转天数变化（天）



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 42. 2017-2023Q1 化妆品制造及其他经营活动现金流/营业收入

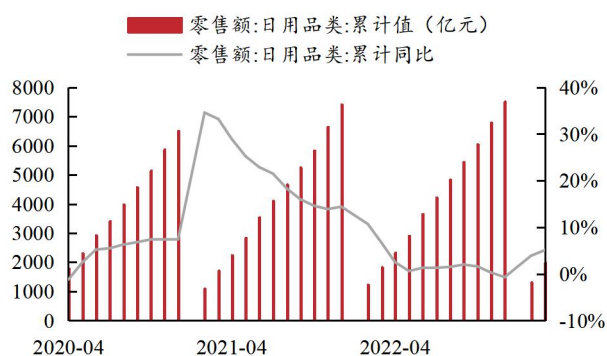


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.3. 个护用品：成本端压力缓解，盈利端反弹在即

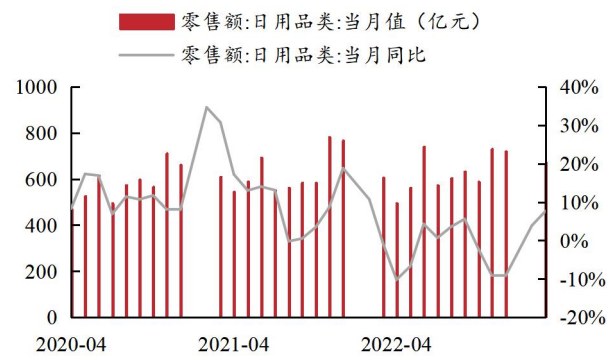
2022 年居民消费意愿羸弱、消费能力下降背景下，刚需日用品零售额小幅削减；2023Q1 线下零售修复拉动日用品规模回弹。2022 年日用品类累计零售额 7511.0 亿元，同比下降 0.7%；2023 年 1-3 月，日用品零售额累计值为 1980.0 亿元，同比上涨 5.1%；从当月值来看，2022 年 3 月日用品零售额约 670.0 亿元，同比增长 7.7%。

图表 43. 日用品类零售额累计值及同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 44. 日用品类零售额当月值及同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

生活用纸板块原材料较为单一，2022 年纸浆价格高企，板块以提价+新兴渠道渗透对冲，收入端压力缓解，利润端边际收窄。2022 年生活用纸板块总营收同比增速实现 9.34%，归母净利润同比下降 31.20%。其中，1) 稳健医疗凭借医疗+健康生活消费品双轮驱动，3 年来大型公共卫生事件下

医疗耗材增长亮眼；2) 传统板块巨头中顺洁柔 and 维达国际通过积极提价维系营收；3) 恒安国际则依赖电商渠道发力和性价比优势实现增长。然2022年原材料价格走高，板块盈利能力承压明显。

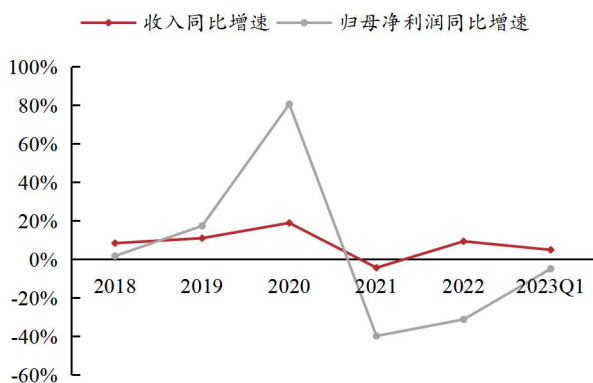
图表 45. 2018-2023Q1 纸浆价格指数走势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

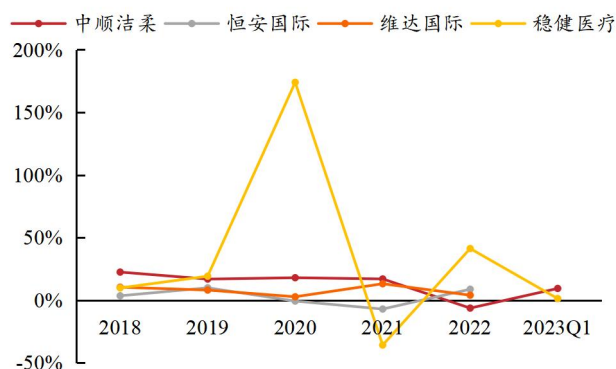
2023Q1 成本曲线回落修复生活用纸板块预期，中长期关注充分卡位线上渠道驱动+产品结构升级的两条主线逻辑兑现。2023Q1 生活用纸板块总收入同比增长 4.90%，其中传统巨头中顺洁柔营收同比增速 9.35%，需求端有序复苏；稳健医疗疫情防护产品势能减弱，2023Q1 公司营收同比 1.28%，拖累板块整体表现。随着上游纸浆厂商投产（2023 年 1 月 Arauco 156 万吨/年的桉木浆线投产、2023 年 4 月 UPM 210 万吨/年纸浆项目投产），原材料价格下行通道有望开启，我们估计 2023H2 生活用纸板块或迎来盈利修复。中长期来看，各头部企业积极拓宽电商渠道+产品矩阵向高端化倾斜支撑板块增长中枢。持续关注生活用纸巨头中顺洁柔的非传统干巾高端品线的迭代升级顺畅性与维达国际纸巾和卫生巾产品的高端化推进及其电商渠道的渗透提升。

图表 46. 2018-2023Q1 生活用纸板块收入、利润同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

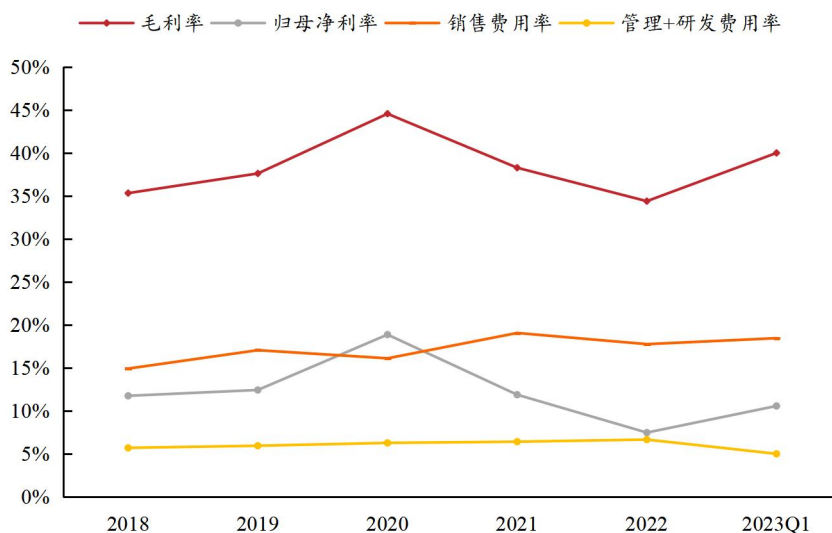
图表 47. 2018-2023Q1 重点生活用纸企业收入同比增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

财务指标分项来看：2023Q1 生活用纸板块利润率压力尚存，费用投放效率持续优化。利润率方面，板块毛利率和净利率走势基本相同，2022 年受制于 1)终端低迷的消费预期和消费力和 2) 原材料纸浆价格高企，生活用纸板块毛利率和净利率分别达 34.38%/7.47%，同比各下降 3.89pct/4.40pct。2023Q1 低价原材料尚未流通，成本端较同期继续承压，板块毛利率/净利率分别实现 39.99%/10.57%，同比各下降 1.08pct/1.09pct。费用率方面，2023Q1 生活用纸板块销售费用率达 18.45%，同比缩窄 0.65pct。管理和研发费用率整体小幅下行，其中 2023Q1 生活用纸巨头中顺洁柔管理和研发费用优化最为显著，同比减少 9.03%，而稳健医疗因公司医疗耗材产品线拓展相关费用拉升。生活用纸红海赛道中，头部企业规模效应下的降本增效作用凸显，费用投放效率提升有望持续改善盈利边际。

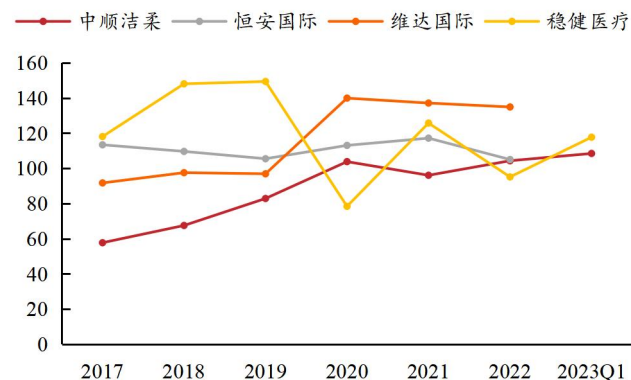
图表 48. 2018-2023Q1 生活用纸板块主要财务指标



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

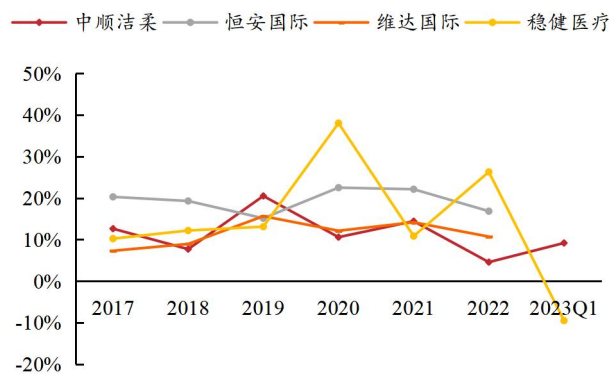
经营效率方面：2022 年高成本负担下，生活用纸板块公司采购额增加拖累现金流储备。2022 年板块库存受积极干预，板块整体存货周转压力不明显。而经营性现金流方面，除医疗防护用品驱动高增的稳健医疗之外，其余传统生活用纸公司受原材料采购成本增加影响，现金流普遍恶化。2023Q1 中顺洁柔经营活动现金流同比增速好转，经营指标回暖有望延续至公司盈利端。

图表 49. 2017-2023Q1 生活用纸存货周转天数变化 (天)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 50. 2017-2023Q1 生活用纸经营活动现金流/营业收入

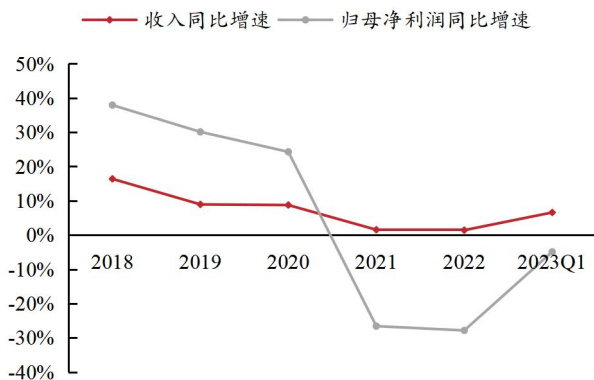


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2022 年洗护用品板块收入持平，利润下行；2023Q1 板块业绩受益于线下消费场景恢复。2022 年洗护用品板块总营收同比增速达 1.41%，归母净利同比下降 27.86%，2022 年板块盈利侧表现不佳受制于 1) 需求端整体疲弱；2) 上半年无纺制品和棕榈油等原材料价格上行；3) 拉芳家化认购医美国际部分股权产生非经常损益。2023Q1 原材料价格持续下行改善盈利边际，叠加线下消费复苏，洗护用品板块收入提速，归母净利下跌同比缩窄。2023Q1 洗护用品板块总营收同比增速达 6.58%，归母净利同比增速下滑 27.86%。

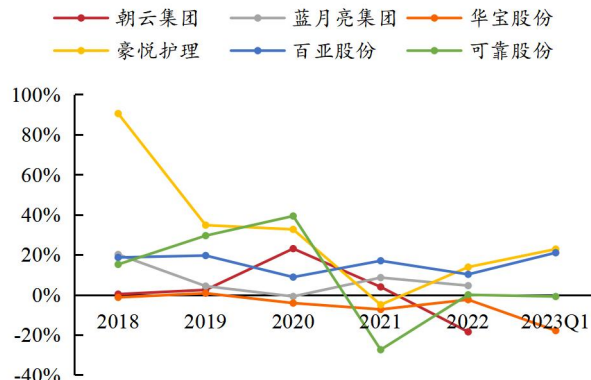
渗透提升+产品升级驱动行业中长期增长，关注重点标的新兴赛道掘金机会。我们认为洗护板块的增量仍在于渗透空间的开拓与产品矩阵的充盈和结构优化。2022 年洗护板块中豪悦护理和百亚股份逆势实现营收同比 13.82%/10.19% 的高增，主要得益于：1) **豪悦护理**：a. 产品迭代升级；b. 依托自主品牌持续渗透海外市场份额；2) **百亚股份**：a. 区域渗透稳步进行：川渝龙头延伸外围市场；b. 电商渠道渗透弯道超车：2022 年电商渠道收入同比增长 76.88%；c. 中高端产品起量：自由点卫生巾的安睡裤、敏感肌系列收入保持高增，产品结构升级；d. 卡位起势期的成人纸尿裤赛道：着眼于银发时代爆发的养老需求，或享政策倾斜。另外，3) **拉芳家化**投资医美终端机构医美国际，正式切入医美高景气赛道，持续关注其业务扩张的收益表现。

图表 51. 2018-2023Q1 洗护用品收入、净利润同比增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

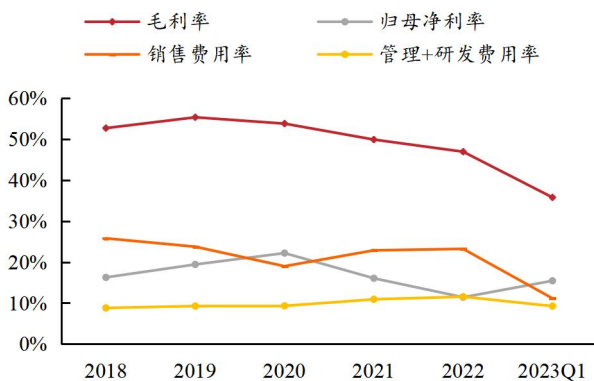
图表 52. 2018-2023Q1 重点洗护用品企业收入同比增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

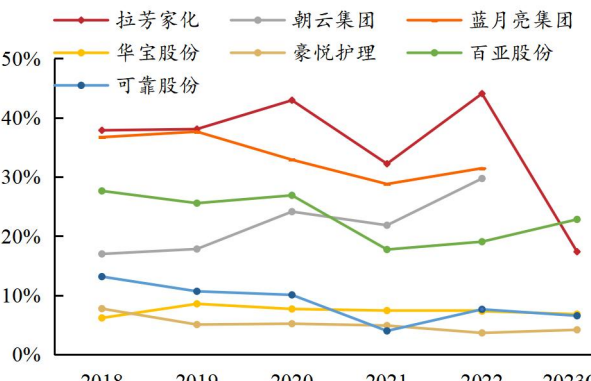
财务指标分项来看: 2023Q1 销售费控优化明显。毛利率方面, 2022 年/2023Q1 洗护用品毛利率分别为 46.93%/35.78%。2023Q1 板块毛利率下跌主要在于 1) 2023Q1 高营收比重、高毛利的个护巨头蓝月亮业绩尚未公布和纳入; 2) 拉芳家化的渠道结构调整和原材料成本上涨拖累毛利表现。2023Q1 拉芳家化毛利率同比下滑 7.08pct。净利率方面, 2023Q1 板块毛利率尚未改善而净利率回升, 可见费用投放效率明显提高。费用方面, 2022 年板块重点企业多以高营销投入驱动收入增长, 板块销售费用率抬升 0.23pct。2023Q1 拉芳家化积极优化营销开支, 其销售费用率大幅下降 23.11pct 至 17.27%, 改善板块整体费控表现。

图表 53. 2018-2023Q1 洗护用品核心财务指标变化



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 54. 2018-2023Q1 洗护用品重点企业销售费用率

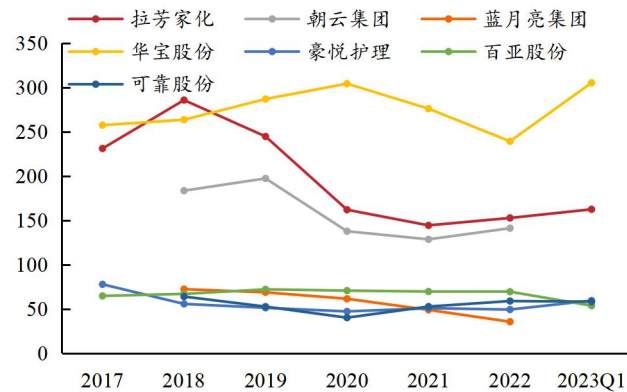


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

经营效率方面: 2022 年受原材料涨价、疫情管控下物流受阻等因素影响, 洗护板块经营指标表现不佳; 2023Q1 板块存货周转承压, 但现金回流好转。2022 年/2023Q1 洗护板块存货周转天数分别为 75 天/95 天; 2022 年板块经营活动现金流普遍恶化; 2023Q1 线下渠道销售回暖和采购成本

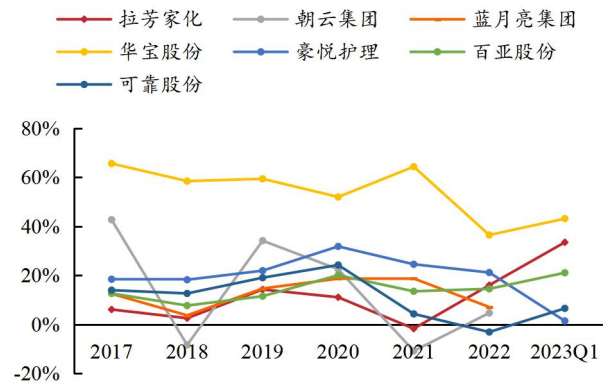
压力减小有效缓和板块现金储备情势。2023 年供给侧多类大宗价格下行叠加需求侧渠道恢复，洗护板块存货周转效率和经营性现金流有望逐步修复。

图表 55. 2017-2023Q1 洗护用品存货周转天数变化 (天)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 56. 2017-2023Q1 洗护用品经营活动现金流/营业收入



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 行业基金持仓分析

2023Q1 美容护理行业公募基金持仓总市值为 194.69 亿元，同比提升 67.88%，环比下降 8.55%，在 31 个申万一级行业中排名第 26。从公募基金配置比例来看：本季度美容护理行业持仓比重为 0.67%，同比增加 0.28pct，环比小幅下跌 0.07pct。

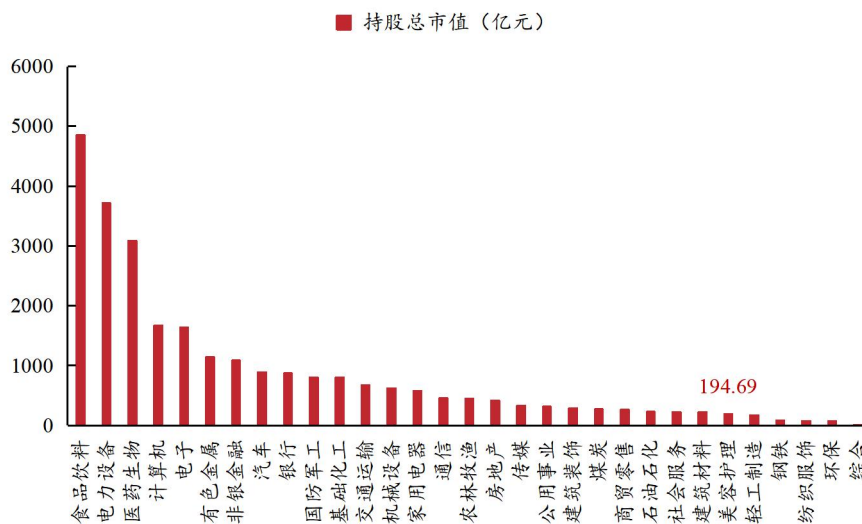
图表 57. 2023Q1 基金持仓市值按行业分布较 2022Q4 变动

申万一级行业 (2021)	2023Q1		2022Q4		Q1 持仓市值 变化值 (亿元)	Q1 持仓市值占比 环比变化 (pct)
	持股总市值 (亿元)	配置比例	持股总市值 (亿元)	配置比例		
食品饮料	4,850.42	16.57%	4,809.81	16.62%	40.60	-0.05%
电力设备	3,714.72	12.69%	4,077.60	14.09%	362.88	-1.40%
医药生物	3,085.00	10.54%	2,972.08	10.27%	112.91	0.27%
计算机	1,674.56	5.72%	871.74	3.01%	802.82	2.71%
电子	1,640.06	5.60%	1,826.78	6.31%	186.72	-0.71%
有色金属	1,143.85	3.91%	1,088.90	3.76%	54.95	0.15%
非银金融	1,088.14	3.72%	1,162.66	4.02%	-74.53	-0.30%
汽车	892.41	3.05%	936.96	3.24%	-44.55	-0.19%
银行	871.74	2.98%	1,211.43	4.19%	339.69	-1.21%
国防军工	805.84	2.75%	1,012.18	3.50%	206.34	-0.74%
基础化工	801.02	2.74%	850.49	2.94%	-49.47	-0.20%
交通运输	677.02	2.31%	689.01	2.38%	-11.99	-0.07%
机械设备	623.60	2.13%	553.21	1.91%	70.39	0.22%
家用电器	577.05	1.97%	490.72	1.70%	86.34	0.28%
通信	457.73	1.56%	268.85	0.93%	188.88	0.63%

申万一级行业 (2021)	2023Q1		2022Q4		Q1 持仓市值变 化值 (亿元)	Q1 持仓市值占 环比变化 (pct)
	持股总市值 (亿元)	配置比例	持股总市值 (亿元)	配置比例		
农林牧渔	447.04	1.53%	428.96	1.48%	18.08	0.05%
房地产	417.28	1.43%	558.28	1.93%	-141.00	-0.50%
传媒	330.30	1.13%	193.35	0.67%	136.95	0.46%
公用事业	314.01	1.07%	315.13	1.09%	-1.12	-0.02%
建筑装饰	288.78	0.99%	231.88	0.80%	56.91	0.19%
煤炭	273.13	0.93%	275.99	0.95%	-2.85	-0.02%
商贸零售	263.50	0.90%	423.00	1.46%	-159.50	-0.56%
石油石化	230.09	0.79%	197.62	0.68%	32.46	0.10%
社会服务	225.83	0.77%	252.31	0.87%	-26.48	-0.10%
建筑材料	224.48	0.77%	237.87	0.82%	-13.39	-0.06%
美容护理	194.69	0.67%	212.90	0.74%	-18.21	-0.07%
轻工制造	173.24	0.59%	229.64	0.79%	-56.40	-0.20%
钢铁	84.21	0.29%	100.88	0.35%	-16.68	-0.06%
纺织服饰	77.98	0.27%	61.68	0.21%	16.30	0.05%
环保	76.83	0.26%	75.21	0.26%	1.62	0.00%
综合	2.54	0.01%	2.97	0.01%	-0.42	0.00%
合计	26,527.09	90.65%	26,620.07	92.01%	-92.99	-1.36%

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 58. 2023Q1 基金持仓市值按行业分布

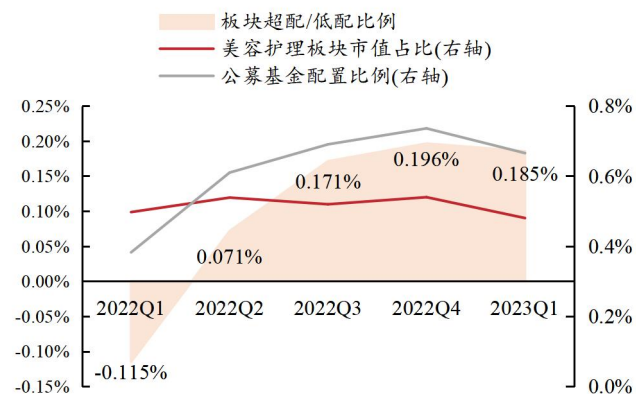


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

美护板块的长期价值受到市场认可，自 2022Q2 起行业维持超配。2022 年内，美容护理行业基金持仓从低配迈向超配。2022H2 随着疫情态势逐渐明朗且行业估值水平一度低于机会值，美容护理行业持仓占比爬升明显；2022Q4 美容护理公募基金配置比例达 0.74%，板块于总流通市值占比 0.54%，超配 0.20pct。2023Q1 伴随三八大促的结束，美护板块的公募

基金配置比例出现周期性回调，公募基金配置比例下调至 0.67%，超配 0.19pct。随着 618 大促的接踵而至，市场对行业的关注度有望回升，叠加美护板块在复苏逻辑下相对占优，2023Q2 美护行业或维持超配状态。

图表 59. 美容护理行业超配比例提升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

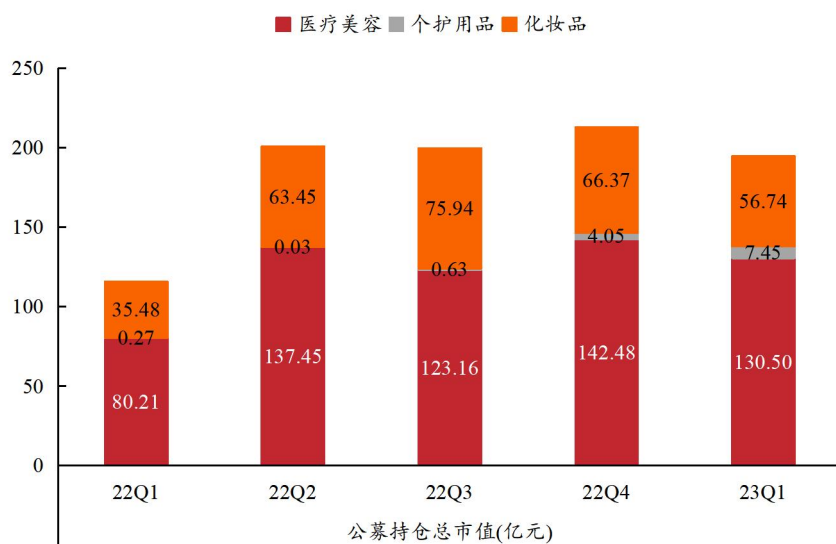
图表 60. 美容护理板块指数市盈率 (TTM)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

分子行业来看，2023Q1 增量资金主要配置在医美板块。2023Q1 医美板块的公募持仓市值 130.50 亿元，占美容护理公募持仓总市值的 67.03%，主要系医美景气度持续，短期客流复苏逻辑和中长期渗透率提升逻辑明确。其中医美上游药械龙头爱美客凭借强复苏弹性和高成长性，基金持仓市值高达 130.5 亿元，获 245 家机构青睐。2023Q1 个护持仓环比提高 3.40pct 至 7.45 亿元，个护行业原材料价格下行，板块盈利弹性有望释放，市场预期修复。2023Q1 化妆品板块持仓市值下跌，或系化妆品销售淡季影响。

图表 61. 2022Q1-2023Q1 美容护理基金持仓市值按子行业分布



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 62. 美容护理行业基金重仓个股

证券代码	公司名称	基金持股市值 (亿元)					基金持股比例					持有机构数 (个)
		23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1	
300896.SZ	爱美客	130.50	142.48	123.16	137.45	80.16	28.4%	45.9%	30.8%	44.3%	20.6%	245
603605.SH	珀莱雅	32.35	29.10	24.64	16.87	6.83	7.2%	12.0%	6.2%	9.5%	5.3%	75
300957.SZ	贝泰妮	16.39	33.01	41.94	38.90	26.05	6.4%	20.2%	11.4%	17.3%	6.5%	44
003006.SZ	百亚股份	4.26	1.89	0.00	0.00	0.00	21.2%	20.7%	0.0%	0.9%	0.4%	21
600315.SH	上海家化	3.75	1.12	0.81	3.24	1.14	4.1%	6.9%	4.7%	9.7%	6.3%	24
688363.SH	华熙生物	3.69	11.05	3.94	2.17	0.73	5.3%	22.8%	11.5%	19.2%	5.6%	33
300856.SZ	科思股份	3.37	2.95	8.48	4.42	1.28	13.7%	24.0%	23.0%	33.4%	12.1%	27
002919.SZ	名臣健康	2.49	1.15	0.17	0.00	0.00	4.0%	4.6%	3.2%	0.0%	0.0%	8
603983.SH	丸美股份	0.84	0.16	0.00	0.00	0.00	1.2%	0.7%	0.0%	1.4%	0.7%	17
300888.SZ	稳健医疗	0.47	0.17	0.11	0.03	0.27	1.4%	7.7%	2.1%	7.9%	1.2%	14
002511.SZ	中顺洁柔	0.10	0.80	0.00	0.00	0.00	0.7%	3.8%	0.6%	1.5%	0.3%	12
301108.SZ	洁雅股份	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	4.0%	0.8%	0.0%	0.7%	0.0%	9
001206.SZ	依依股份	0.04	0.00	0.22	0.00	0.00	0.3%	2.0%	1.2%	2.9%	0.7%	7
300132.SZ	青松股份	0.04	0.04	0.00	0.02	0.09	3.9%	7.7%	2.4%	1.4%	1.1%	11
300740.SZ	水羊股份	0.01	0.00	0.07	0.00	0.05	0.0%	1.0%	0.2%	0.8%	0.1%	6
605009.SH	豪悦护理	0.002	0.03	0.00	0.00	0.00	1.4%	7.0%	0.8%	1.3%	1.6%	6

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 投资建议

疫情阵痛下美护行业高成长性和高确定性仍得到印证, 2023 年作为疫后消费复苏的重要窗口期, 全年来看头部企业在宏观经济企稳环境下业绩修复确定性强, 或迎戴维斯双击。

医美: 低渗透高景气态势延续, 政策趋严利好头部药械商的医疗器械批文壁垒。重点推荐疫情期间 α 逆势向上、估值具有较强性价比的药械龙头爱美客, 关注医美光电成长势头强劲的器械厂商普门科技。

化妆品: 消费低迷弱复苏+消费者趋于理性, 头部品牌化妆品的进口替代逻辑加速兑现。受益标的包括基本面优质的珀莱雅和存在边际改善机会的福瑞达、丸美股份等。

个护用品: 中短期原材料价格有望下行带动盈利预期修复, 中长期渗透提升+产品升级驱动行业增长, 新兴赛道掘金机会值得关注。包括百亚股份区域和渠道渗透并行, 中高端产品起量且掘金养老概念成人纸尿裤赛道等。

5. 风险提示

提示一：终端消费持续低迷：毒株变异或导致再次大规模感染，进而终端到店业务频繁受阻；同时宏观不景气或降低居民消费能力及美护消费意愿；

提示二：行业政策不利变化：医疗器械生产与经营相关行业监管及政策变动，可能对上市公司经营计划产生影响；

提示三：市场竞争加剧：行业利润丰厚吸引更多新进入者，竞争逐步加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>