

蹄疾步稳，静待风来

美容护理行业 2024 年度策略

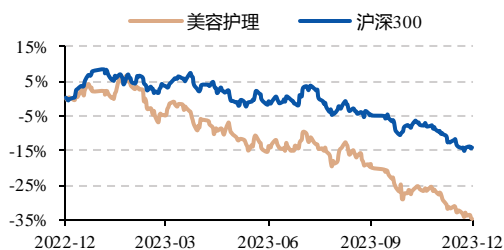
2023 年 12 月 27 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
美容护理	-11.21	-19.08	-32.62
沪深 300	-5.70	-9.65	-13.19

- 1 美容护理行业 2023 年 12 月月报:11 月化妆品社零同比-3.5%，国货品牌增长动能有所减弱 2023-12-21
- 2 美容护理行业点评:11 月社零同比增长 10.1%，消费持续修复 2023-12-19
- 3 美容护理行业 2023 年 11 月月报:10 月化妆品社零增速再度放缓，国产品牌势能持续向上 2023-11-17

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
爱美客	5.84	48.13	8.49	33.10	12.13	23.18	买入
珀莱雅	2.06	53.82	2.97	37.37	3.69	30.03	买入
贝泰妮	2.48	42.44	3.01	35.01	3.60	29.25	买入

资料：iFinD，财信证券

投资要点：

- **美护行业 2023 年复盘：1)宏观层面，经济回升向好基本趋势延续，消费持续弱修复。**从影响消费行为的核心要素来看，消费者信心不足是拖累消费修复的主要原因。2023 年前三季度，全国居民人均可支配收入已恢复至疫情前水平，但消费者信心指数距 2019 年同期水平还存在一定差距。2)行业层面，美护板块增长放缓，估值高位回落。2023 年前三季度，美容护理实现营收 633.28 亿元，同比增长 4.14%，增长显著放缓。估值方面，截至 2023 年 12 月 12 日，申万美容护理板块市盈率为 34.55 倍，位于 2016 年以来的历史 8.33%分位，估值高位回落。
- **行业趋势回顾：1)消费复苏逐步放缓，行业竞争加剧，消费结构 K 型分化；2)传统电商流量红利见顶，兴趣电商或为品牌增量必争之地；3)理性消费崛起，国货品牌逆势突围。4)监管趋严，合规化进程加速；5)传统赛道竞争加剧，新赛道快速崛起。**
- **2024 年投资展望：1)新兴渠道崛起，具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌有望率先抢占流量红利。**在经济弱复苏的趋势下，兴趣电商能有效刺激消费需求，或将成为品牌增量的必争之地。后续来看，尽管渠道竞争或将持续加剧，但具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌或将率先抢占新兴渠道流量红利，提升自身市场份额；2)K 型复苏延续，高性价比国货品牌或将延续前期优势。线上大促流量红利减退，叠加行业竞争加剧，行业增长开始放缓，美护消费或将暂时性承压。在此背景下，消费 K 型复苏大概率延续，再叠加理性消费崛起以及文化自信提升，注重研发，且具备高性价比的国货品牌或将进一步抢 端市场，扩大自身品牌优势；3)行业严监管趋于常态化，持续利好合规厂商。长期来看，“渗透率提升、合规化率提升 率提升”逻辑还在演绎，叠加行业严监管趋于常态化，行业加速出清，具备合法合规资质的医美机构和医美产品龙头有望持续受益；4)看好胶原蛋白、再生、减重、肉毒等新赛道崛起。传统赛道竞争加剧，如透明质酸市场竞争进入白热化阶段，截至 2023 年上半年，该赛道已有超过 50 款同质化程度较高的产品获批上市，中低端市场逐渐趋向饱和。而胶原蛋白、再生、减重、肉毒等赛道长坡厚雪，蓝海市场

广阔。

- **投资建议:化妆品部分**,长期来看,目前该赛道已经进入格局加速优化阶段,行业竞争加剧叠加流量红利见顶,行业增速或将持续放缓。外资品牌走弱,国货品牌分化加剧,“营销能力”和“研发能力”缺一不可。此外,管理差异性特点也逐渐凸显。一方面建议关注持续增强品牌势能,调整营销策略,不断夯实新兴渠道领先优势,且具备扎实研发功底、多品牌矩阵的国货品牌;二是建议关注管理风格稳健,或存在管理能力改善的公司。如品牌品类矩阵完善、且品牌势能持续向上、以及管理能力持续改善的珀莱雅,以及细分龙头地位稳固,产品推新能力强,且估值处于历史低位的敏感肌龙头贝泰妮。**医美部分**,长期渗透率提升、合规化率提升, 率提升逻辑持续演绎,供需双发展格局延续,持续看好医美赛道长期景气,建议持续关注推新能力强,具备成长性的公司,如爱美客等。
- **风险提示:宏观经济下行风险;疫情反复风险;政策推出时间不及预期风险;行业竞争加剧风险;新品研发不及预期风险。**

内容目录

1 美护行业 2023 年复盘	5
1.1 宏观：经济回升向好基本趋势延续，消费持续修复.....	5
1.1.1 社会消费复盘：消费弱复苏，结构性特征显著.....	5
1.1.2 未来展望：政策托底助力需求释放，消费信心加速回暖驱动消费持续复苏.....	6
1.2 行业：消费复苏趋缓，美护板块表现弱于整体.....	7
1.2.1 行情回顾：美容护理指数跑输大盘，估值高位回落.....	7
1.2.2 业绩回顾：行业增长有所放缓，盈利能力持续提升.....	9
2 化妆品行业趋势	11
2.1 行业趋势 1：行业竞争加剧，消费结构 K 型分化.....	11
2.2 行业趋势 2：传统电商流量红利见顶，兴趣电商或成为品牌增量必争之地.....	13
2.3 行业趋势 3：理性消费崛起，国货品牌逆势突围.....	14
3 医疗美容行业趋势	14
3.1 行业趋势 1：监管趋严，合规化进程加速.....	14
3.2 行业趋势 2：传统赛道竞争加剧，新赛道快速崛起.....	15
4 2024 年投资展望	17
4.1 投资思路一：新兴渠道崛起，具备敏锐洞察力、强营销力、完备供应链的品牌有望率先抢占流量红利.....	17
4.2 投资思路二：K 型复苏延续，高性价比的国货品牌或将延续前期优势.....	17
4.3 投资思路三：行业严监管趋于常态化，持续利好合规厂商.....	17
4.4 投资思路四：看好胶原蛋白、再生、减重、肉毒等新赛道崛起.....	17
5 重点关注标的	17
5.1 爱美客.....	18
5.2 珀莱雅.....	18
5.3 贝泰妮.....	19
6 风险提示	20

图表目录

图 1：社会零售总额当月值及月同比增速（亿元，%）.....	5
图 2：消费者信心指数.....	5
图 3：2023 年全国居民人均可支配收入情况（元，%）.....	5
图 4：2023 年全国居民人均消费支出情况（元，%）.....	5
图 5：人民币存款情况（万亿元，%）.....	7
图 6：全国居民消费、储蓄、投资意愿.....	7
图 7：国内人均 GDP、可支配收入情况（万元，%）.....	7
图 8：各国最终消费率情况（%）.....	7
图 9：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）.....	7
图 10：申万一级美容护理行情.....	8
图 11：美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况.....	9
图 12：美容护理板块相对市盈率（中位数，剔除负值）.....	9
图 13：美容护理行业营收情况（亿元）.....	9
图 14：美容护理行业盈利情况（亿元）.....	9
图 15：美容护理行业整体净利率和毛利率情况.....	11

图 16: 化妆品板块净利率和毛利率情况.....	11
图 17: 医疗美容板块净利率和毛利率情况.....	11
图 18: 美容护理行业费用率情况 (%).....	11
图 19: 随着消费复苏放缓, 化妆品复苏表现逐渐弱于整体 (%).....	12
图 20: 珀莱雅线上渠道情况 (亿元, %).....	13
图 21: 2021 年、2022 年“双十一”数据情况 (亿元).....	13
图 22: 基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场规模 (十亿元, %).....	16
图 23: 肉毒素市场规模及增速 (十亿元, %).....	16
图 24: 国内四大合规肉毒素品牌.....	16
图 25: 中国溶脂针产品市场预期规模 (百万元).....	16
表 1: 美容护理版块区间涨跌幅.....	8
表 2: 化妆品子板块个股业绩情况.....	10
表 3: 医疗美容子板块个股业绩情况.....	10
表 4: 天猫、抖音渠道近三月美容护肤类 TOP10 品牌榜单.....	12
表 5: 天猫、抖音渠道近三月彩妆类 TOP10 品牌榜单.....	12
表 6: 2023 年“双十一”大促美容护肤和彩妆香水品类 TOP10 榜单.....	14
表 7: 2021 年以来医美行业政策梳理.....	15

1 美护行业 2023 年复盘

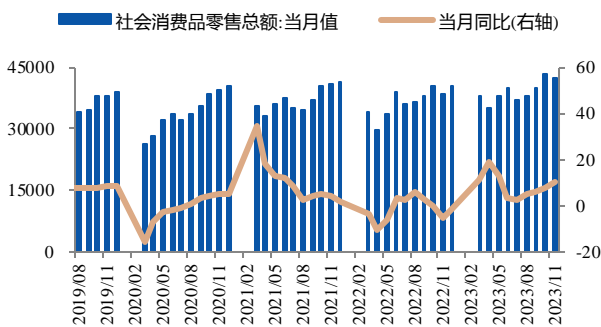
1.1 宏观：经济回升向好基本趋势延续，消费持续修复

1.1.1 社会消费复盘：消费弱复苏，结构性特征显著

经济回升向好趋势延续。2023 年是全面贯彻党的 精神的开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。行至岁尾，回看全年，中国经济顶住内外部压力，走出一条回升向好的缓慢复苏曲线。今年前三季度我国经济同比增速分别为 4.5%、6.3%和 4.9%，呈前低、中高、后稳的态势。总体来说，我国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变。

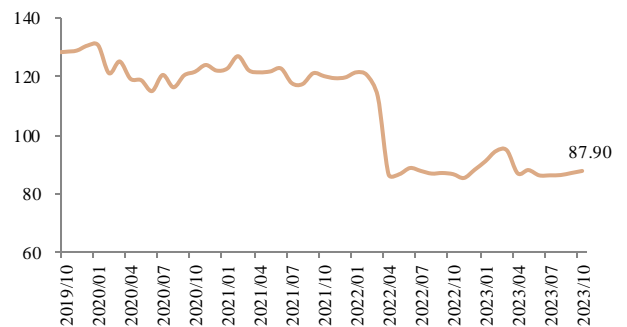
消费信心不足拖累了消费复苏。从影响消费行为和意愿的核心要素来看，**收入水平方面**，2023 年前三季度全国居民人均可支配收入和人均消费支出累计值分别为 29398 元和 19530 元，同比增速为 5.9%和 8.8%。此外，前三季度居民人均可支配收入较 2019 年同期增长 28.5%，但人均消费支出较 2019 年同期下滑 3.3%，反映出全国居民可支配收入水平已恢复至疫情前水平，但消费支出没有，目前消费支出整体偏保守；**消费信心方面**，10 月份我国消费信心指数为 87.9，远低于 2019 年同期 107.3 的水平，明显还存在差距。

图 1：社会零售总额当月值及月同比增速（亿元，%）



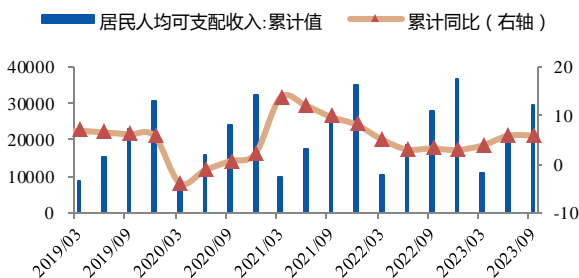
资料：iFind，财信证券

图 2：消费者信心指数



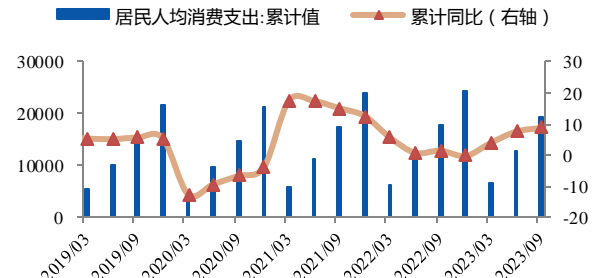
资料：iFind，财信证券

图 3：2023 年全国居民人均可支配收入情况（元，%）



资料：iFind，财信证券

图 4：2023 年全国居民人均消费支出情况（元，%）



资料：iFind，财信证券

社零修复曲折向上，结构性特征显著。1-11 月份，我国社零月同比增速趋势呈 N 型复苏。社零月同比增速从 3 月的 10.6% 攀升至 4 月的 18.4%，5-7 月大幅回落至 2.5%，8 月开始稳步回升，11 月回升至 10.1%，整体呈现修复趋势。1-11 月份，我国社会消费品零售总额为 42.79 万亿元，同比增长 7.2%，较 2019 年同期增长 14.77%，恢复至疫情前水平。**1)分地域看，乡村消费市场具备较大潜力。**据国家统计局数据显示，1-11 月乡村消费品零售额和城镇消费品零售额同比增速分别为 7.9% 和 7.1%，反映了下沉市场具备较大的挖掘潜力。**2)分消费类型看，餐饮收入增速大幅领先商贸零售。**受线下消费场景快速复苏和出行旺季拉动，1-11 月餐饮收入 47485 亿元，同比增长 19.4%，远高于商品零售 5.9% 的同比增速。**具体分品类来看，必选消费整体稳健，可选消费表现分化。**1-11 月必选消费品中粮油食品/饮料/烟酒/日用品类同比增速分别为 5.1%/2.8%/10.9%/3.6%；可选消费方中金银珠宝、服装鞋帽针纺织品和体育娱乐用品表现亮眼，1-11 月同比增速为 11.9%、11.5% 和 10.7%，主要系金价上涨和去年同期低基数效应影响。而建筑及装潢材料类和文化办公用品类 1-11 月同比增速为 -7.8% 和 -5.8%。**3)分渠道看，线下渠道持续改善，同比增速略高于线上。**1-11 月全国网上零售额 13.96 万亿，同比增长 11%；线下商品服务销售额约 2.78 万亿元，同比增长 11.1%，连续四个月持续提升。整体而言，剔除去年同期低基数影响，随着各项宏观政策发力显效，我国消费目前处于温和恢复阶段。

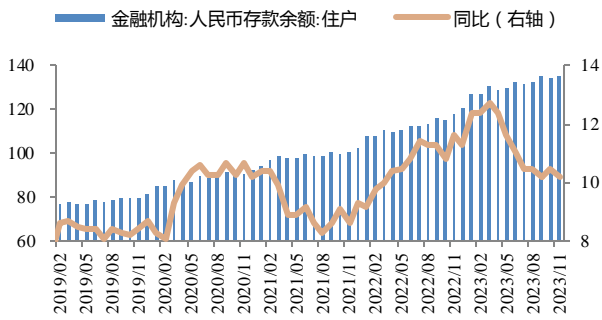
1.1.2 未来展望：政策托底助力需求释放，消费信心加速回暖驱动消费持续复苏

在政策端，中央经济工作会议指出，经济回升向好趋势持续巩固，要增强信心和底气，消费信心有望加速修复。12 月中央经济工作会议指出，虽然我国面对多重外部压力和诸多内部挑战，但经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气。

在需求端，着力扩大国内需求仍是国内经济工作的重点。会议提出要激发有潜能的消费，扩大有效益的投资，形成消费和投资相互促进的良性循环。一方面，要推动消费从疫后恢复转向持续扩大，培育壮大新型消费，大力发展数字消费、绿色消费、健康消费，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。另一方面，也要稳定和扩大传统消费，提振新能源汽车、电子产品等大宗消费。

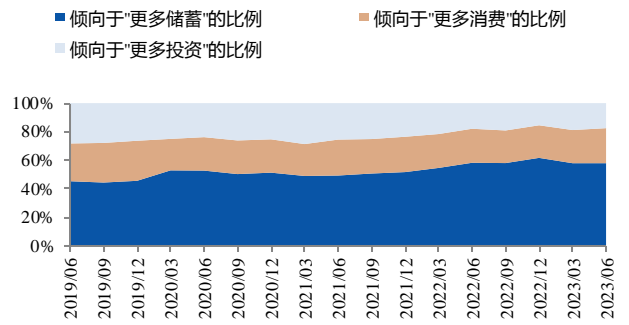
另外，受疫情疤痕效应减弱影响，消费意愿有望持续回升。据国家统计局数据显示，我国居民倾向“更多消费”的比例由 2022 年 12 月的 22.8% 提升至 2023 年 6 月 24.5%，倾向“更多储蓄”的比例由 2022 年 12 月的 61.8% 下滑至 2023 年 6 月的 58%，一定程度上反映出居民储蓄流向消费的趋势。此外，相较于美国、英国、日本等发达国家超 70% 的最终消费率，我国 2021 年的最终消费率仅为 53.92%，还存在较大提升空间。展望 2024 年，随着岁末年初消费旺季来临，消费需求持续释放，叠加经济回升向好趋势持续巩固，居民消费信心或将加速回暖，消费活力有望加速释放。

图 5：人民币存款情况（万亿元，%）



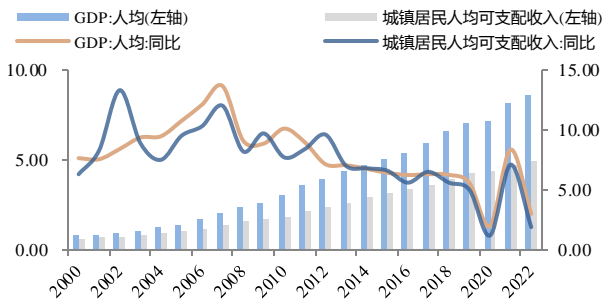
资料：iFind, 财信证券

图 6：全国居民消费、储蓄、投资意愿



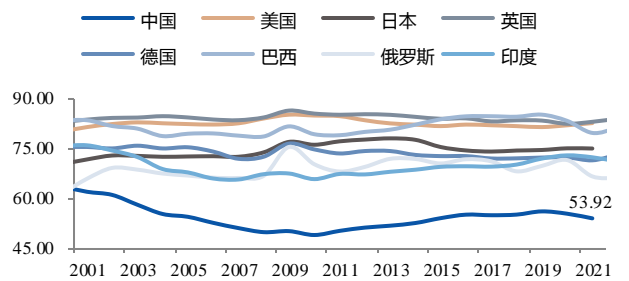
资料：iFind, 财信证券

图 7：国内人均 GDP、可支配收入情况（万元，%）



资料：iFind, 财信证券

图 8：各国最终消费率情况（%）



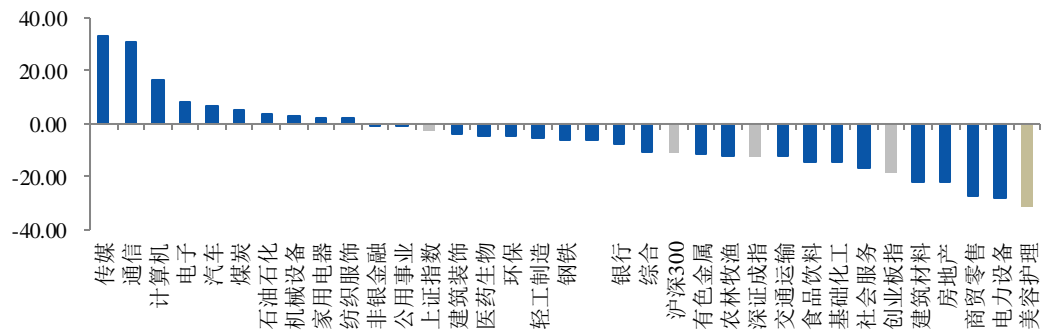
资料：iFind, 财信证券

1.2 行业：消费复苏趋缓，美护板块表现弱于整体

1.2.1 行情回顾：美容护理指数跑输大盘，估值高位回落

受经济复苏放缓，消费者信心不足等因素影响，申万美容护理指数跑输大盘。年初至今（2023 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 12 日，下同），美容护理（申万一级）指数涨跌幅为 -31.96%，分别跑输上证综指、沪深 300 和创业板指 29.18pct、20.47pct 和 13.09pct，涨跌幅位居申万 31 个子行业中最后一名，较去年同期下滑 26 位。

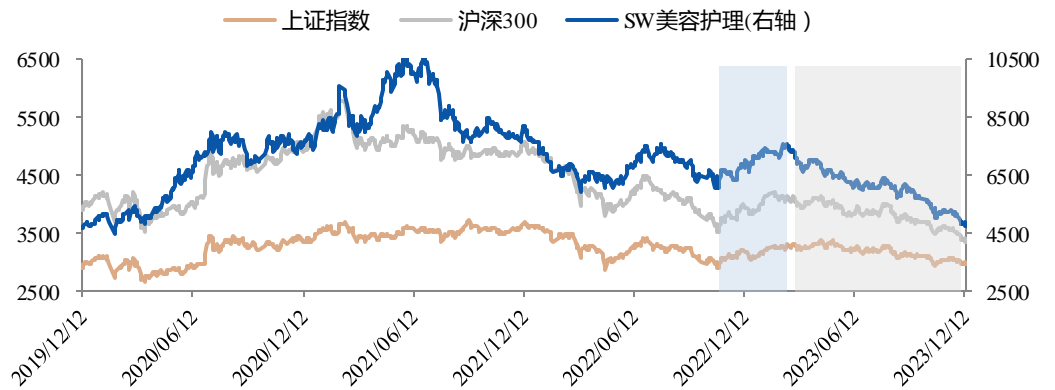
图 9：申万一级子行业年涨跌幅情况（%）



资料：iFind, 财信证券

具体来看, 2022 年 10 月末至今年 2 月底为普涨行情, 主要演绎的是线下活动场景修复和疫情管控逐步开放, 美容护理 (申万一级) 指数上涨超 20%。而 3 月以后, 随着宏观高频经济数据不及预期, 消费复苏逐步放缓, 美护板块有所承压, 板块整体出现回调。

图 10: 申万一级美容护理行情



资料 : iFind, 财信证券

从子板块来看, 3 月以来各子板块均出现不同程度下滑。2022 年 10 月末至 2 月 20 日, 美容护理子块医疗美容、化妆品和个护用品指数均出现大幅回调, 涨幅分别为 37.64%、22.39% 和 26.58%。而从今年 2 月 21 日至今 (12 月 12 日, 下同), 医疗美容、化妆品和个护用品指数均呈现普遍下滑, 涨跌幅分别为 -5.84%、-18.40% 和 -11.64%。其中, 医疗美容指数跌幅较小, 主要系成分股锦波生物今年 7 月 20 日于北交所上市, 上市至今的涨幅高达 136.52%。

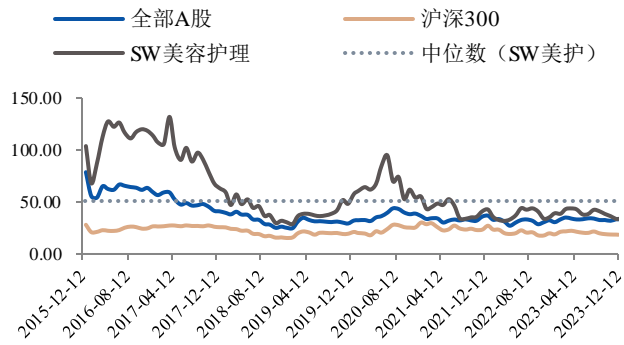
表 1: 美容护理版块区间涨跌幅

子版块	区间涨跌幅	区间涨跌幅	区间涨跌幅
	起始日期 20220101 结束日期 20221030	起始日期 20221031 结束日期 20230220	起始日期 20230220 结束日期 20231212
SW 美容护理	-23.95%	25.85%	-13.88%
SW 医疗美容	-32.62%	37.64%	-5.84%
SW 化妆品	-19.68%	22.39%	-18.40%
SW 个护用品	-26.22%	26.58%	-11.64%

资料 : iFind, 财信证券

板块估值处于历史低位, 或具备长期配置价值。截至 2023 年 12 月 12 日, 申万美容护理板块市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值, 下同) 为 34.55 倍, 位于 2016 年以来的历史 8.33% 分位, 相对于沪深 300 溢价 1.79 倍, 位于 2016 年以来的历史 19.79% 分位, 具备长期配置性价比。

图 11：美容护理、沪深 300 和全部 A 股历史估值情况



资料：iFind, 财信证券

图 12：美容护理板块相对市盈率（中位数，剔除负值）



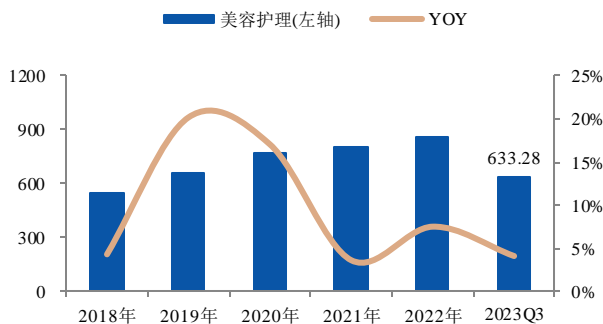
资料：iFind, 财信证券

1.2.2 业绩回顾：行业增长有所放缓，盈利能力持续提升

1) 营收&利润：行业增长整体放缓，净利润同比增速依旧亮眼

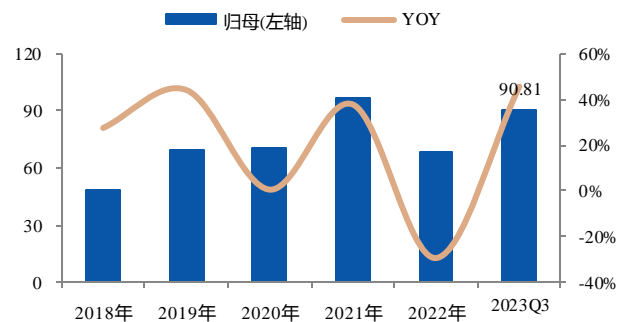
2023 年前三季度，美容护理实现营收 633.28 亿元，同比增长 4.14%；实现归母净利润 90.81 亿元，同比增长 45.51%。其中，2023 年 Q3 单季度，美容护理板块实现营收 204.22 亿元，同比增长 2.92%，较 2022 年 Q3 单季度 13.9% 的同比增速明显放缓；实现归母净利润 36.37 亿元，同比增长 86.74%，较 2022 年 Q3 单季度 -4.24% 的同比增速大幅改善，主要是个护用品板块中如两面针、红棉股份等公司归母净利润扭亏为盈，以及可靠股份、诺邦股份和稳健医疗等公司净利润出现大幅改善。

图 13：美容护理行业营收情况（亿元）



资料：iFind, 财信证券

图 14：美容护理行业盈利情况（亿元）



资料：iFind, 财信证券

从重点子行业来看，化妆品板块经营韧性犹存，品牌端增长势头延续。2023 年前三季度，化妆品板块实现营收 290.39 亿元，同比增长 6.39%，快于美护行业整体增速；归母净利润 34.99 亿元，同比增长 61.94%，高于行业整体增速。化妆品板块中，原料及制造端业绩有所下滑，品牌端业绩增长动能仍较为强劲。2023 年前三季度，品牌端实现营收 206.41 亿元，同比增长 10.75%；归母净利润 26.85 亿元，同比增长 18.01%。其中，珀莱雅、丸美股份今年前三季度分别实现营收 52.49 亿元和 15.36 亿元，同比增长 34.34% 和 32.47%，营收增速最为抢眼。

表 2：化妆品子板块个股业绩情况

申万行业	证券名称	2022Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润同比	2022Q3 营业收入 (亿元)	2023Q3 营收 (亿元)	2023Q3 营收同比
化妆品制造及其他	青岛金王	0.36	0.42	16.72%	24.33	23.20	-4.64%
	力合科创	1.85	2.90	56.62%	17.01	17.58	3.33%
	青松股份	-6.57	-0.64	-90.30%	21.42	14.41	-32.73%
	锦盛新材	-0.04	-0.17	308.87%	1.86	1.80	-3.41%
	科思股份	2.54	5.36	110.99%	12.49	17.74	42.07%
	华业香料	0.22	-0.01	-103.42%	1.82	1.96	7.54%
	嘉亨家化	0.48	0.26	-45.78%	7.63	7.29	-4.51%
	小计	-1.15	8.14	-	86.57	83.98	-2.99%
品牌化妆品	上海家化	3.13	3.94	25.84%	53.54	50.91	-4.91%
	珀莱雅	4.95	7.46	50.60%	39.62	52.49	32.47%
	拉芳家化	0.62	0.76	22.18%	6.25	6.16	-1.46%
	丸美股份	1.20	1.74	44.85%	11.44	15.36	34.34%
	水羊股份	1.19	1.80	51.36%	33.43	33.77	1.04%
	贝泰妮	5.17	5.79	11.96%	28.95	34.31	18.51%
	敷尔佳	6.49	5.36	-17.33%	13.15	13.39	1.86%
	小计	22.76	26.85	18.01%	186.38	206.41	10.75%

资料：iFind, 财信证券

医疗美容回补增长稳健,医美耗材增长动能尤为强劲。2023 年前三季度,医疗美容板块实现营收 79.51 亿元,同比增长 11.16%,远超过美护行业整体增速;归母净利润 20.77 亿元,同比增长 26.08%,低于行业整体增速。医疗美容板块中,医美耗材增长动能尤为强劲。2023 年前三季度,医美耗材板块实现营收 69.09 亿元,同比增长 13.98%;归母净利润 21.25 亿元,同比增长 22.13%。其中,除华熙生物营收出现小幅下滑以外,锦波生物、爱美客今年前三季度均实现快速增长,营收同比增速分别为 105.64%和 45.71%。

表 3：医疗美容子板块个股业绩情况

申万行业	证券名称	2022Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润 (亿元)	2023Q3 归母净利润同比	2022Q3 营业收入 (亿元)	2023Q3 营收 (亿元)	2023Q3 营收同比
医美服务	*ST 美谷	-0.93	-0.48	-	10.91	10.42	-4.49%
	小计	-0.93	-0.48	-	10.91	10.42	-4.49%
医美耗材	锦波生物	0.70	1.92	173.73%	2.51	5.17	105.64%
	华熙生物	6.77	5.14	-24.07%	43.20	42.21	-2.29%
	爱美客	9.92	14.18	42.95%	14.89	21.70	45.71%
	小计	17.40	21.25	22.13%	60.61	69.09	13.98%

资料：iFind, 财信证券

2) 盈利能力：毛利率、净利率齐升，盈利能力持续改善

盈利能力持续提升。2023 年前三季度,美容行业毛利率和净利率分别为 47.85%和 14.5%,同比增长 2.92pct 和 4.27pct;单 Q3 毛利率和净利率分别为 47.66%和 17.99%,同

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/476100140040010031>