

23Q1 行业整体回暖，龙头表现持续亮眼

强于大市 (维持)

——化妆品行业 2023 年一季报综述

2023 年 05 月 10 日

行业核心观点:

随着疫情影响消退、人民生活恢复正常化，经济逐渐修复，2023 年以来化妆品行业整体逐步回暖；中长期来看，中国化妆品人均消费额仍有较大提升空间，在行业监管趋严背景下，多项化妆品相关法规发布，行业洗牌过程中合规化妆品龙头公司受益。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质美妆标的。

投资要点:

行业总体情况: 随着宏观经济逐渐修复，2023 年以来化妆品行业整体回暖。随着疫情影响消退、人民生活恢复正常化，经济逐渐修复，2023 年 1-3 月限额以上企业化妆品零售额月度同比由负转正。化妆品行业整体回暖。从中长期来看，中国化妆品人均消费额仍然有较大提升空间。

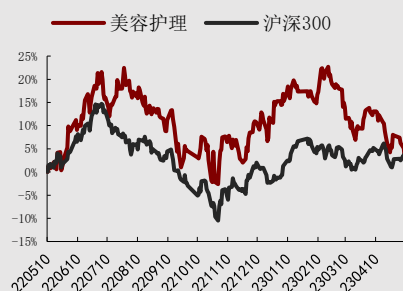
行情表现: 化妆品板块 1-3 月跑输大盘指数，重点个股涨跌分化。从 2023 年 1 月 1 日-3 月 31 日，化妆品板块下跌 3.43%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品排名第 30，仅跑赢商贸零售、房地产板块，跑输上证综指 9.38 个 pct。其中凯淳股份、珀莱雅、丸美股份表现较好。

财务表现: (1) **营收&净利润:** 2023Q1，代工与代运营板块业绩承压，品牌端公司如贝泰妮、珀莱雅、丸美股份等业绩增长亮眼，上海家化、拉芳家化收入负增长；(2) **毛利率&净利率:** 原料板块的科思股份盈利能力相对稳定，代工板块的青松股份盈利能力欠佳，代运营板块的壹网壹创、丽人丽妆盈利能力有所下滑，品牌端净利率涨跌分化；(3) **存货周转率&营运资金周转率:** 代工板块表现较好，嘉亨家化的存货周转率 (1.06 次) 居化妆品板块个股之首，代运营板块营运资金周转率较低；(4) **收入现金比&净现比:** 绝大多数个股收入现金比大于 1，少部分个股净利润现金比为负值；(5) **估值:** 2023 年，原料、代工、代运营板块个股的一致预测 EPS 对应的 PE 值大多在 20-30 倍，而品牌端的个股 PE 多在 30-50 倍，丸美股份、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮的 PE 分别为 51/44/36/36 倍。

基金持仓情况: 部分个股受机构资金追捧。截止 2023Q1，上海家化的机构持股比例最高，达 63.27%，壹网壹创、丽人丽妆、贝泰妮、水羊股份均超 40%。其中，丸美股份 QFII 持股比例最高，达 1.60%，较 2022 年末有所上升。

风险因素: 宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

十一部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》

多家黄金珠宝头部企业 23Q1 业绩亮眼
市场监管总局发布《医疗美容消费服务合同》，多家上市公司发布财报

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

分析师:

李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业总体情况	3
1.1 行业数据：23Q1 化妆品消费整体回暖	3
1.2 化妆品产业链：中游掌握定价权，品牌端利润率最高	5
2 行情表现	7
2.1 总体行情：化妆品板块 1-3 月下跌 3.43%，跑输上证综指	7
2.2 分板块及个股行情：代运营端表现相对较好，凯淳股份上涨 27.16%	8
3 财务表现	9
3.1 营收&净利润：代工与代运营板块承压，品牌端不少龙头表现亮眼	9
3.2 毛利率&净利率：23Q1 利润率涨跌分化	11
3.3 存货周转率&营运资金周转率：不少公司存货周转率略有下滑	12
3.4 收现比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于 1，少部分个股净利润现金比为负值	13
3.5 估值情况：品牌端个股估值较高	14
4 基金持仓情况	15
5 投资建议	16
6 风险因素	16
图表 1：中国化妆品市场规模及同比增速	3
图表 2：限额以上企业化妆品零售额及同比增速	3
图表 3：世界主要国家化妆品市场规模增速对比	3
图表 4：世界主要国家化妆品人均消费额对比（美元）	3
图表 5：中国化妆品市场主要渠道占比	4
图表 6：淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速	4
图表 7：京东近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速	4
图表 8：拼多多近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速	4
图表 9：2023Q1 重点化妆品公司旗下主要品牌淘系平台情况	5
图表 10：化妆品产业链上下游	6
图表 11：2023 年 1-3 月申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）	7
图表 12：2023 年 1-3 月化妆品板块个股涨跌幅情况（%）	8
图表 13：2023Q1 化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况	9
图表 14：近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况	10
图表 15：近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况	10
图表 16：2023Q1 化妆品板块个股毛利率与净利率情况	11
图表 17：2023Q1 化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况	12
图表 18：2023Q1 化妆品板块个股存货周转率与营运资金周转率情况	12
图表 19：2023 年 Q1 化妆品板块个股收入现金比与净利润现金比情况	13
图表 20：化妆品个股 2023 及 2024 年一致预测的 EPS（元/股）及对应 PE（倍）	14
图表 21：2023Q1 与 2022 年化妆品个股机构持股比例情况对比	15

1 行业总体情况

1.1 行业数据：23Q1 化妆品消费整体回暖

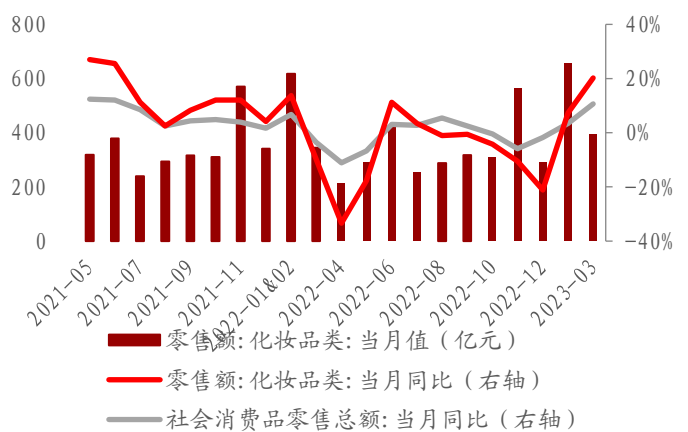
23Q1化妆品行业消费呈现复苏态势，行业整体回暖。受宏观经济下行等因素的影响，2022年中国化妆品市场规模达到5318亿元，同比下降6.4%。随着经济逐步复苏，2023年第一季度化妆品消费整体回暖，限额以上企业化妆品零售额月度同比增速由负转正，2023年1-2月化妆品零售额同比+3.8%，3月同比+9.6%。

中长期来看，中国化妆品人均消费仍较低，对标世界发达国家有5倍发展空间。尽管短期受到疫情因素影响，但从中长期来看，中国化妆品市场增速快且人均化妆品消费额仍然有较大提升空间。根据Euromonitor的数据显示，2022年中国化妆品人均消费额为55.9美元，而美国/英国/日本/韩国的化妆品人均消费额约为235-335美元，若以这些发达国家的化妆品人均消费额作为天花板，则中国化妆品市场仍有5倍左右的发展空间。

图表1: 中国化妆品市场规模及同比增速



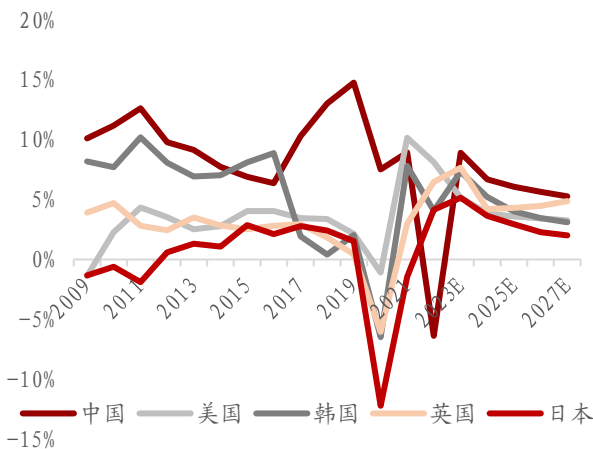
图表2: 限额以上企业化妆品零售额及同比增速



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

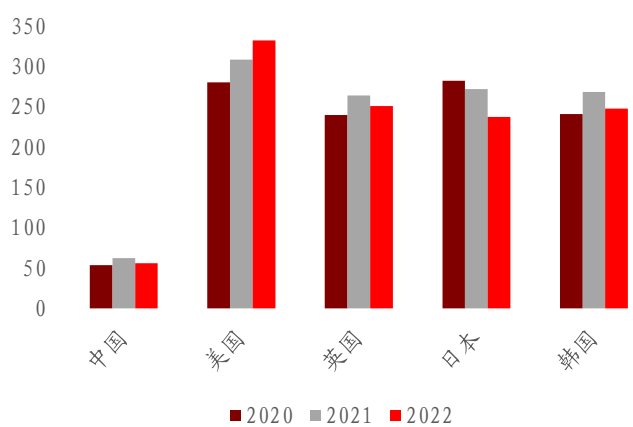
资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

图表3: 世界主要国家化妆品市场规模增速对比



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表4: 世界主要国家化妆品人均消费额对比 (美元)

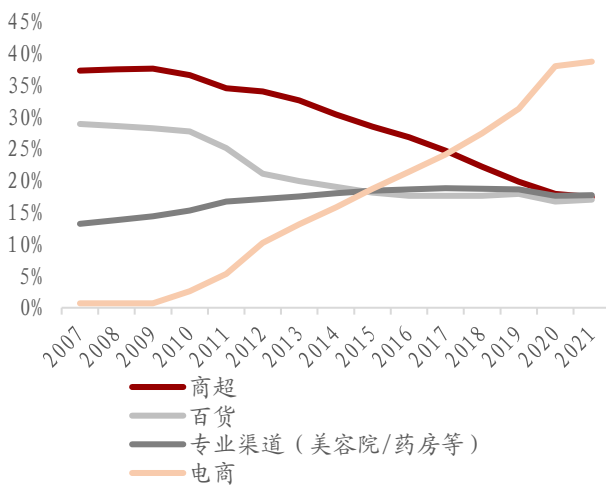


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

线上渠道占比快速攀升，线下百货商超渠道占比下滑。过去由于电商平台快速发展、营销手法多样化、线上成本更低以及配送到家等因素，化妆品线上消费市场急剧膨胀，侵占线下渠道份额。而近三年由于受到疫情影响，线下消费场景被压制，促使化妆品消费市场进一步从线下往线上转移。根据Euromonitor的数据，我国化妆品市场电商渠道占比从2010年的2.6%快速提升至2021年的38.7%，成为占比最大的渠道。而2021年线下商超/百货/专业渠道占比分别为17.4%/17.0%/17.7%。

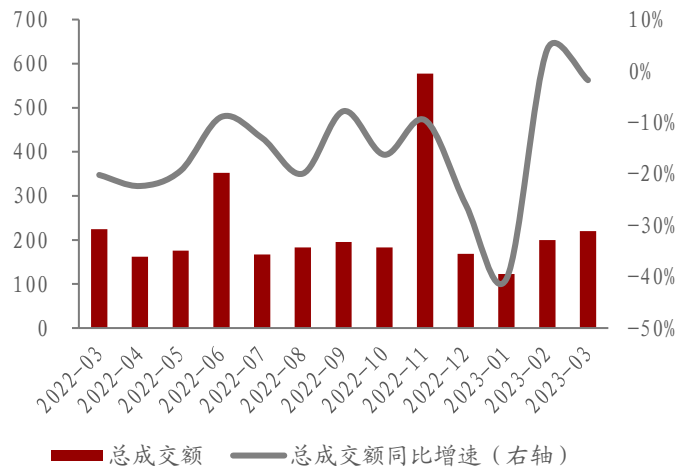
线上具体情况：2023年以来，线上平台化妆品数据同比好转。根据萝卜投研的数据，2023年1月-3月，淘系平台化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-40%/+4%/-2%，京东化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-24%/-2%/-9%，拼多多化妆品（护肤+彩妆）GMV逐月分别同比-62%/-19%/-8%，三大电商平台2月与3月的化妆品成交额同比数据均较此前有较明显的好转。

图表5：中国化妆品市场主要渠道占比



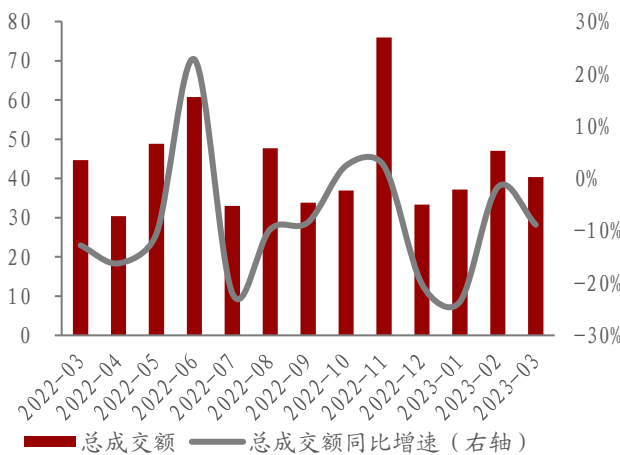
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表6：淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



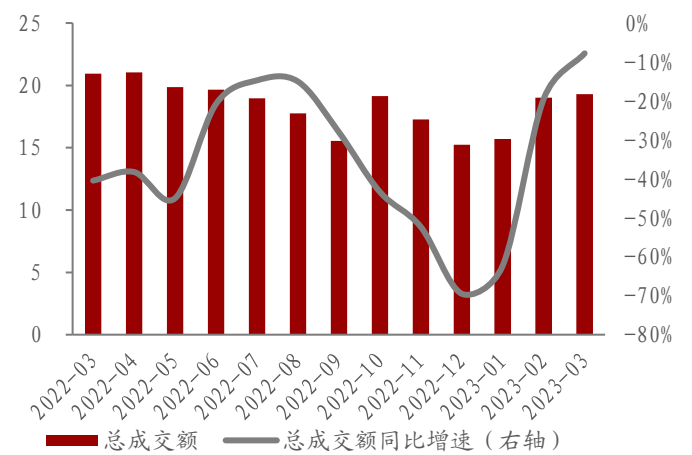
资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表7：京东近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

图表8：拼多多近期化妆品（护肤+彩妆）GMV（亿元）及同比增速



源：萝卜投研、万联证券研究所

品牌淘系平台情况：头部企业强者恒强，珀莱雅、毛戈平、上海家化旗下品牌表现亮眼。2023年Q1重点公司旗下主要品牌淘系平台数据：珀莱雅旗下珀莱雅、彩棠、悦芙媞分别同比+2%/+202%/+51%；毛戈平旗下毛戈平、至爱终生分别同比+32%/+30%；上海家化旗下美加净、双妹分别同比+7%/+35%；丸美旗下恋火、水羊股份旗下大水滴、鲁商发展旗下颐莲、贝泰妮旗下薇诺娜宝贝表现较好，同比正增长。

图表9：2023Q1重点化妆品公司旗下主要品牌淘系平台情况

公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比	公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比
珀莱雅	珀莱雅	80822	2%	毛戈平	毛戈平	21194	32%
	彩棠	24092	202%		至爱终生	46	30%
	悦芙媞	2110	51%	逸仙电商	完美日记	15040	-52%
	韩雅	180	-20%		小奥汀	3408	-47%
	悠雅	0	-100%		完子心选	437	-69%
	上美集团	韩束	10110	-5%	华熙生物	润百颜	13800
一叶子		5929	-70%	夸迪		12623	-13%
红色小象		3941	-58%	米蓓尔		5338	-55%
丸美	丸美	11077	-5%	BM肌活		7818	-11%
	恋火	7680	61%	上海家化	玉泽	7511	-48%
	春纪	365	-31%		佰草集	4768	-7%
水羊股份	御泥坊	4430	-50%		高夫	1787	-29%
	小迷糊	1410	-34%		美加净	1876	7%
	大水滴	3544	63%		启初	283	-84%
	御MEN	0	-100%	双妹	398	35%	
	HPH	8	-96%	鲁商发展	颐莲	9712	9%
	花瑶花	10	-91%		瑗尔博士	15885	-24%
				贝泰妮	薇诺娜	42530	-28%
					薇诺娜宝贝	2843	86%

资料来源：萝卜投研、万联证券研究所

注：若与上市公司披露的数据不一致，请以上市公司口径为准。

1.2 化妆品产业链：中游掌握定价权，品牌端利润率最高

化妆品行业的产业链可拆解为上游原料端和生产端，中游品牌端，下游代理端、渠道端和终端消费者。

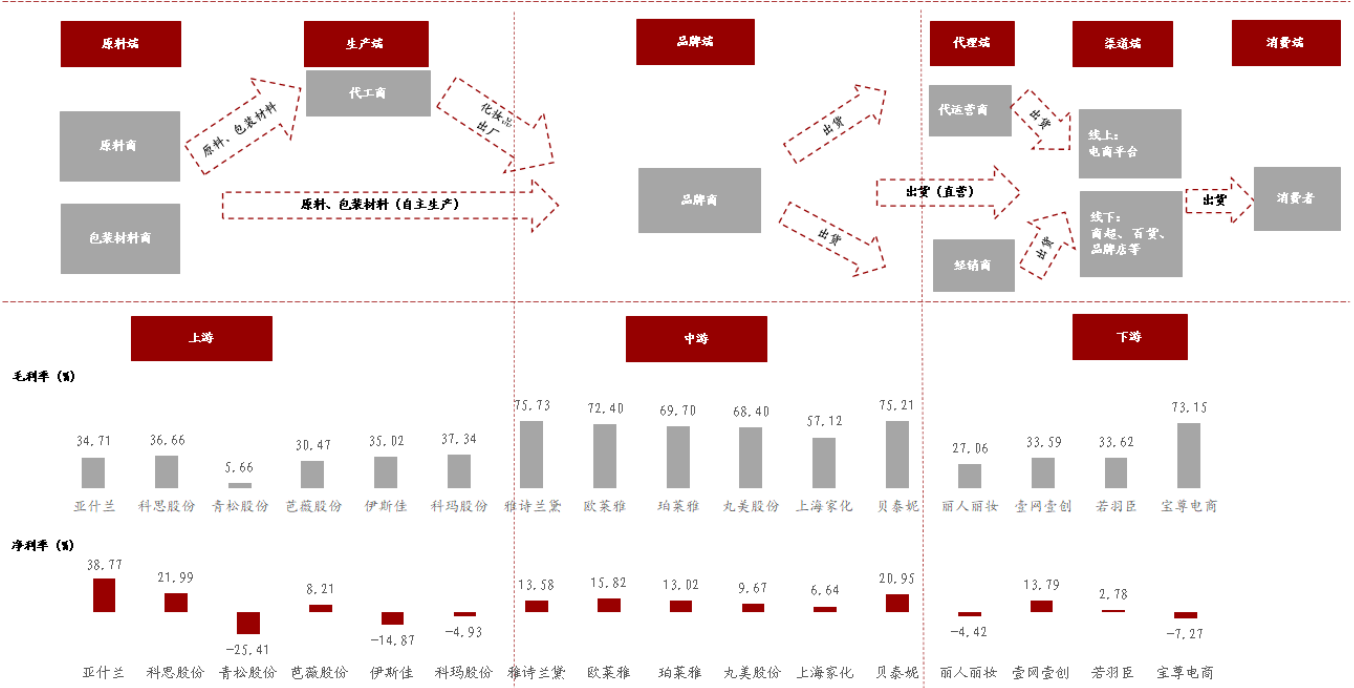
上游：原料与包装企业受价格影响较大，代工企业则议价能力较弱。化妆品原料包括水、甘油、乳化剂、稳定剂、油脂、香精等；包装材料包括纸包装、塑料包装、玻璃包装等。原料及包装材料价格的波动会对原料端和生产端的企业毛利率带来一定的影响。化妆品生产端的企业主要是从原料生产商与包装材料生产商处采购原料和包装，并进行化妆品的加工。生产端企业主要采取自行生产和代工生产两种模式。少数化妆品公司具有独立生产线，可以自主研发化妆品，而大部分的化妆品公司则采取代工模式，委托代工厂生产成品。代工企业被夹在原料商和品牌商之间，对上下游的议价能力较低，毛利率和净利率差异较大，大多低于20%。

中游：品牌端企业掌握定价权，利润率产业链中最高。品牌端参与者众多，发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的企业，其中包括外资巨头宝洁、欧莱雅、雅诗兰

黛、资生堂、联合利华等，国货龙头上海家化、珀莱雅、贝泰妮等，旗下均拥有多个不同领域、不同等级的品牌。品牌端的企业由于掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中最高，毛利率大多处于57%-76%的区间，净利率处于6%-16%的区间。

下游：行业蓬勃发展，代运营商应运而生，渠道端流量重构。随着线上电商的蓬勃发展，部分品牌会选择让代运营商来负责线上电商平台的运营、品牌打造、货品销售等。这使得代运营商应运而生，这个环节的企业毛利率大多在25%-75%之间。而随着抖音、小红书、快手等新型电商平台的出现，线上流量被分流，品牌运营难度也随着提升，这将催生更广阔的代运营服务市场。

图表10：化妆品产业链上下游



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：图中悠可的毛利率、净利率为2020年数据，取自招股说明书，其余公司均取自2022年年报。

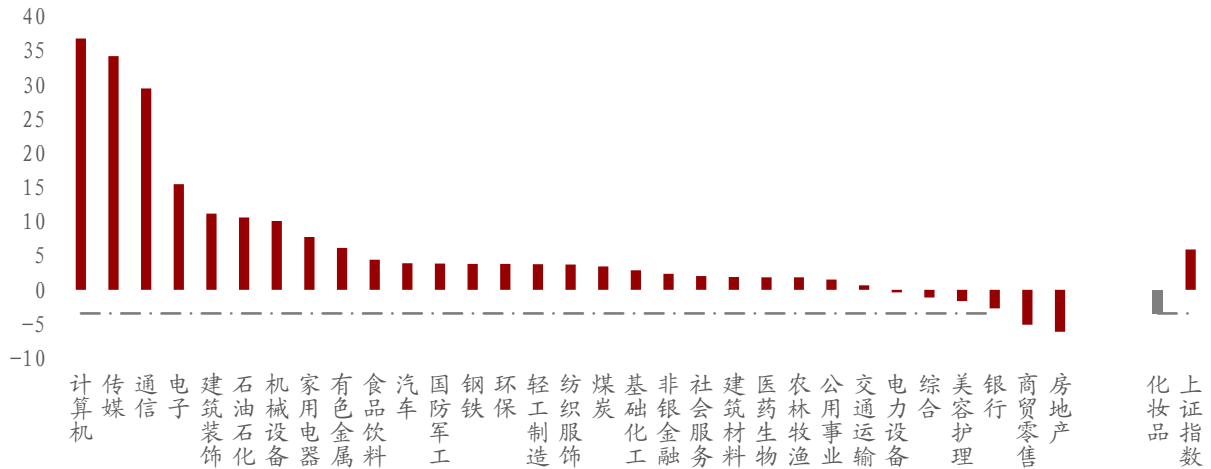
2 行情表现

我们从化妆品产业链中选取了一批化妆品业务收入占比较大的A股上市公司，其中包括科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化共14只个股组成化妆品板块（下同），以便更清晰地探讨该板块以及相关个股在市场中的表现。

2.1 总体行情：化妆品板块 1-3 月下跌 3.43%，跑输上证综指

从2023年1月1日至2023年3月31日，化妆品板块下跌3.43%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品排名第30，仅跑赢商贸零售、房地产板块，跑输上证综指9.38个pct。

图表11：2023年1-3月申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：数据选自2023年1月1日-2023年3月31日

化妆品板块选取的个股：科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化。

涨跌幅均采用总市值加权平均法计算。

2.2 分板块及个股行情：代运营端表现相对较好，凯淳股份上涨 27.16%

从2023年1月1日至3月31日，代运营板块上涨18.02%，涨幅位列四个子板块中第一。品牌板块表现最差，板块涨跌幅为-5.76%，其中，珀莱雅、丸美股份收涨，涨幅分别为8.58%/13.07%。原料板块涨跌幅为2.68%，代工板块中，嘉亨家化表现相对较好，涨跌幅为2.39%，青松股份跌幅最大，为-4.45%。

图表12：2023年1-3月化妆品板块个股涨跌幅情况（%）

股票代码	股票简称	1-3月涨跌幅（%）	2023/3/31 总市值（亿元）
300856.SZ	科思股份	2.68	90.67
原料板块涨跌幅（%）		2.68	
300132.SZ	青松股份	-4.45	34.40
300955.SZ	嘉亨家化	2.39	25.04
代工板块涨跌幅（%）		-1.57	
605136.SH	丽人丽妆	10.30	61.75
300792.SZ	壹网壹创	23.91	82.47
301001.SZ	凯淳股份	27.16	21.65
003010.SZ	若羽臣	9.81	25.19
代运营板块涨跌幅（%）		18.02	
300957.SZ	贝泰妮	-14.08	543.18
603605.SH	珀莱雅	8.58	515.58
688363.SH	华熙生物	-16.17	545.55
600315.SH	上海家化	-5.81	203.66
603983.SH	丸美股份	13.07	153.15
300740.SZ	水羊股份	-6.08	55.29
603630.SH	拉芳家化	-7.07	32.83
品牌板块涨跌幅（%）		-5.76	
化妆品板块涨跌幅（%）		-3.43	

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：（1）板块涨跌幅采用个股期末总市值加权平均法；

（2）行情数据取自前复权（分红再投）。

3 财务表现

3.1 营收&净利润：代工与代运营板块承压，品牌端不少龙头表现亮眼

原料板块：科思股份2023Q1营收同比+42.3%，归母净利润+176.1%，业绩发展势能强劲。预计随着后续经济的复苏，公司下游防晒护肤品的需求在未来有望随之进一步回暖。

代工板块：青松股份与嘉亨家化业绩承压。2023Q1，青松股份营业收入/归母净利润同比增速分别为-42.2%/+21.7%，嘉亨家化营收/归母净利润同比-14.8%/-67.5%。嘉亨家化主因公司订单量减少，同时子公司生产线还处于投产初期，产能利用率较低，规模效应未充分发挥，相关运营费用增加及折旧摊销费用增加，导致净利润下降。

代运营板块：2023Q1，壹网壹创实现了营业收入的增长，增速为+4.6%。凯淳股份营收及归母净利润同比-2.1%/+114.4%，若羽臣营收及归母净利润同比-0.6%/+94.5%。而丽人丽妆营业收入及归母净利润均同比负增长。

品牌板块：随着经济逐步复苏，化妆品消费回暖，板块中不少龙头企业2023Q1的收入和利润实现亮眼增长。2023Q1，贝泰妮、珀莱雅、丸美股份业绩表现不俗，分别实现营业收入同比+6.8%/+29.3%/+24.6%，归母净利润同比+8.4%/+31.3%/+20.2%。拉芳家化归母净利润实现同比上涨1523.1%。

图表13：2023Q1化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

			营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
			23Q1	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22Q1	yoy (%)
原料	300856.SZ	科思股份	5.9	42.3	4.1	59.6	1.6	176.1	0.6	21.0
代工	300132.SZ	青松股份	4.0	-42.2	6.9	-19.7	-0.5	21.7	-0.6	-167.2
	300955.SZ	嘉亨家化	2.2	-14.8	2.5	0.6	0.1	-67.5	0.2	-19.5
代运营	300792.SZ	壹网壹创	2.8	4.6	2.7	19.6	0.4	-17.9	0.5	-2.4
	605136.SH	丽人丽妆	6.1	-14.1	7.1	-5.3	-0.2	-291.3	0.1	-71.5
	301001.SZ	凯淳股份	1.4	-2.1	1.4	-17.4	0.0	114.4	-0.1	-164.6
	003010.SZ	若羽臣	2.8	-0.6	2.8	5.6	0.1	94.5	0.0	-81.2
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	8.6	6.8	8.1	59.3	1.6	8.4	1.5	85.7
	603605.SH	珀莱雅	16.2	29.3	12.5	38.5	2.1	31.3	1.6	44.2
	688363.SH	华熙生物	13.1	4.0	12.5	61.6	2.0	0.4	2.0	31.1
	600315.SH	上海家化	19.8	-6.5	21.2	0.1	2.3	15.6	2.0	17.8
	603983.SH	丸美股份	4.8	24.6	3.8	-5.3	0.8	20.2	0.7	-34.6
	300740.SZ	水羊股份	10.5	0.1	10.5	28.0	0.5	25.4	0.4	36.1
	603630.SH	拉芳家化	1.9	-3.3	2.0	-18.1	0.4	1,523.1	0.0	-115.3

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表14: 近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况

			分季度营业收入同比增速 (%)								
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
原料	300856.SZ	科思股份	-14.3	-6.2	21.5	40.5	59.6	63.0	82.5	48.7	42.3
	300132.SZ	青松股份	20.7	-2.8	-21.3	-7.5	-19.7	-30.9	-3.7	-24.6	-42.2
代工	300955.SZ	嘉亨家化	91.8	0.8	15.7	9.1	0.6	-21.3	-4.6	-12.4	-14.8
	300792.SZ	壹网壹创	4.2	-23.4	-8.9	-14.4	19.6	38.8	57.7	29.0	4.6
代运营	605136.SH	丽人丽妆	15.5	-4.4	-2.2	-22.6	-5.3	-23.5	-16.2	-30.9	-14.1
	301001.SZ	凯淳股份	4.4	-2.8	-14.5	-9.3	-17.4	-19.1	8.2	-3.6	-2.1
	003010.SZ	若羽臣	15.0	2.5	25.9	14.2	5.6	-23.7	-1.7	-0.9	-0.6
品牌	300957.SZ	贝泰妮	59.3	45.1	44.4	56.7	59.3	37.3	20.7	10.9	6.8
	603605.SH	珀莱雅	48.9	30.4	20.7	10.9	38.5	35.5	22.1	49.5	29.3
	688363.SH	华熙生物	111.1	100.2	65.7	86.8	61.6	44.9	28.8	5.3	4.0
	600315.SH	上海家化	27.0	3.7	-3.4	8.7	0.1	-23.8	1.2	-3.5	-6.5
	603983.SH	丸美股份	9.1	10.9	-23.2	6.8	-5.3	-7.5	23.7	-9.4	24.6
	300740.SZ	水羊股份	58.0	45.1	28.7	23.6	28.0	-11.2	-4.4	-18.7	0.1
	603630.SH	拉芳家化	46.5	10.2	4.6	1.2	-18.1	-24.6	-12.4	-21.8	-3.3

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

图表15: 近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况

			分季度归母净利润同比增速 (%)								
			21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
原料	300856.SZ	科思股份	1.9	-17.1	0.5	-52.8	21.0	130.6	324.8	534.6	176.1
	300132.SZ	青松股份	8.8	-37.1	-147.0	-1101.2	-167.2	-208.7	-704.4	91.7	21.7
代工	300955.SZ	嘉亨家化	270.6	-52.1	1.6	22.5	-19.5	-40.3	-20.2	-34.7	-67.5
	300792.SZ	壹网壹创	12.3	20.0	39.1	-15.7	-2.4	-27.6	-45.6	-73.1	-17.9
代运营	003010.SZ	丽人丽妆	38.3	-26.7	-70.6	-172.3	-81.2	-73.4	19.0	197.6	94.5
	605136.SH	凯淳股份	5.0	49.1	35.8	1.0	-71.5	-104.1	-179.8	-167.4	-291.3
	301001.SZ	若羽臣	-12.3	-13.0	-62.8	-70.8	-164.6	-127.0	-186.8	49.6	114.4
品牌	300957.SZ	贝泰妮	45.8	75.1	64.3	54.7	85.7	33.6	35.5	5.2	8.4
	603605.SH	珀莱雅	41.4	15.0	30.1	10.9	44.2	19.2	43.5	52.1	31.3
	688363.SH	华熙生物	41.0	30.9	14.2	9.0	31.1	31.4	4.9	29.3	0.4
	600315.SH	上海家化	41.9	81.7	4.6	93.8	17.8	-135.8	15.5	-30.6	15.6
	603983.SH	丸美股份	-15.7	-40.4	-167.5	-16.2	-34.6	-42.0	106.2	-48.9	20.2
	300740.SZ	水羊股份	1040.1	88.7	49.4	32.0	36.1	-29.4	-37.4	-93.5	25.4
	603630.SH	拉芳家化	3.9	13.5	-72.1	-80.6	-115.3	34.0	72.4	-143.1	1523.1

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

3.2 毛利率&净利率：23Q1 利润率涨跌分化

原料板块：2023Q1，科思股份毛利率（49.04%）和净利率（27.26%）同比上升，主要是由于公司采取的产品价格调整措施逐步落地，以及公司整体产能利用率的提升和新产品产能的逐步释放。

代工板块：2023Q1，青松股份毛利率与净利率同比均小幅下滑，而嘉亨股份毛利率同比上升0.64个pct，净利率同比下降4.10个pct。嘉亨家化主因公司订单量减少，同时子公司生产线还处于投产初期，产能利用率较低，规模效应未充分发挥，相关运营费用增加及折旧摊销费用增加，导致净利率下降。

代运营板块：2023Q1，壹网壹创、丽人丽妆的毛利率和净利率同比均有所下降，其中，壹网壹创销售结构变化，线上分销、营销服务明显增长，整体毛利率低于线上品牌管理业务，拉低了毛利率，同时管理及销售费用投入同比增长较快导致净利率下降；丽人丽妆主因营业收入下降与部分品牌销量下滑导致净利润下降。

品牌板块：2023Q1，珀莱雅的毛利率和净利率均上升，分别同比+2.46/+0.20个pct。贝泰妮毛利率、净利率均有所下滑；上海家化、水羊股份、拉芳家化净利率同比分别+2.22/+1.31/19.94个pct，表现亮眼。

图表16：2023Q1化妆品板块个股毛利率与净利率情况

	毛利率 (%)				净利率 (%)					
	23Q1	yoy (%)	22Q1	yoy (%)	23Q1	yoy (%)	22Q1	yoy (%)		
原料	300856.SZ	科思股份	49.04	22.78	26.26	-7.02	27.26	13.21	14.05	-4.49
代工	300132.SZ	青松股份	2.51	-2.78	5.29	-18.97	-12.03	-3.16	-8.87	-19.50
	300955.SZ	嘉亨家化	22.96	0.64	22.33	-1.03	2.53	-4.10	6.63	-1.66
代运营	300792.SZ	壹网壹创	34.30	-9.82	44.13	-4.44	15.31	-5.54	20.86	-5.60
	605136.SH	丽人丽妆	35.03	-0.29	35.32	-7.32	-4.02	-5.78	1.76	-4.11
	301001.SZ	凯淳股份	25.39	-1.48	26.87	-1.02	0.95	7.37	-6.43	-14.64
品牌端	003010.SZ	若羽臣	34.70	6.30	28.40	-0.65	2.43	1.20	1.23	-5.75
	300957.SZ	贝泰妮	76.11	-1.71	77.82	-0.33	17.96	-0.03	17.99	2.42
	603605.SH	珀莱雅	70.03	2.46	67.57	3.16	13.70	0.20	13.50	1.71
	688363.SH	华熙生物	73.78	-3.35	77.13	-1.56	15.40	-0.35	15.75	-3.84
	600315.SH	上海家化	61.20	-1.46	62.66	-2.12	11.64	2.22	9.42	1.41
	603983.SH	丸美股份	68.68	1.97	66.71	2.79	16.54	-0.22	16.77	-7.70
300740.SZ	水羊股份	53.71	-0.55	54.26	2.32	5.21	1.31	3.91	0.19	
603630.SH	拉芳家化	42.16	-7.09	49.24	-7.08	17.99	19.94	-1.95	-8.70	

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表17: 2023Q1化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况

			销售费用率(%)		管理费用率(%)		研发费用率(%)		财务费用率(%)	
			23Q1	22Q1	23Q1	22Q1	23Q1	22Q1	23Q1	22Q1
原料	300856.SZ	科思股份	1.97	0.90	7.31	5.64	5.32	3.61	1.06	0.53
代工	300132.SZ	青松股份	2.96	2.00	9.65	7.20	4.18	3.86	1.28	2.23
	300955.SZ	嘉亨家化	0.80	0.67	15.00	11.35	3.37	1.94	1.38	0.64
代运营	300792.SZ	壹网壹创	13.88	11.07	7.02	6.83	1.52	4.22	-2.46	-3.93
	605136.SH	丽人丽妆	24.56	21.72	5.01	4.50	0.19	0.44	-0.25	-0.28
	301001.SZ	凯淳股份	22.36	24.68	4.23	9.90	1.15	1.80	0.07	0.08
	003010.SZ	若羽臣	22.71	16.84	7.32	7.01	2.40	3.36	-0.12	0.28
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	47.60	48.02	7.72	7.58	3.93	3.83	-0.79	-0.44
	603605.SH	珀莱雅	43.23	42.37	5.87	5.16	3.20	2.39	-0.86	-0.49
	688363.SH	华熙生物	46.39	45.12	6.59	6.25	6.37	6.49	-0.46	-0.25
	600315.SH	上海家化	40.68	39.77	9.12	9.73	1.65	1.50	-0.75	0.17
	603983.SH	丸美股份	42.52	37.49	4.35	6.46	2.80	3.45	-0.82	-0.81
	300740.SZ	水羊股份	41.25	43.34	4.13	4.33	2.35	1.78	1.68	0.63
	603630.SH	拉芳家化	17.37	40.48	6.15	8.04	3.82	4.25	-2.16	-2.05

资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

3.3 存货周转率&营运资金周转率: 不少公司存货周转率略有下滑

原料板块: 2023Q1, 科思股份存货周转率为0.66次, 同比减少0.22次; 营运资金周转率为0.54次, 同比增加0.05次。

代工板块: 2023Q1, 青松股份的存货周转率为0.98次, 嘉亨家化的存货周转率为1.06次, 居化妆品板块个股之首。代工板块中, 仅嘉亨家化的营运资金周转率同比有所增加。

代运营板块: 2023Q1, 板块营运资金周转率不高于1。丽人丽妆存货周转率最低(0.36次), 若羽臣存货周转率(1.00次)和营运资金周转率(0.36次)同比上升幅度较大。

品牌板块: 2023Q1, 丸美股份存货周转率为1.04次, 板块中仅丸美股份与拉芳家化同比增加分别0.07次与0.02次。水羊股份营运资金周转率(2.15次)居化妆品板块个股之首, 品牌端除拉芳家化外, 营运资金周转率同比均有所上涨。

图表18: 2023Q1化妆品板块个股存货周转率与营运资金周转率情况

			存货周转率(次)		营运资金周转率(次)	
			23Q1	yoy	23Q1	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	0.66	-0.22	0.54	0.05
代工	300132.SZ	青松股份	0.98	0.35	0.45	-0.22
	300955.SZ	嘉亨家化	1.06	-0.10	0.95	0.26
代运营	300792.SZ	壹网壹创	0.61	-0.03	0.17	0.01
	605136.SH	丽人丽妆	0.36	-0.01	0.29	-0.01
	301001.SZ	凯淳股份	0.78	0.05	0.18	0.00
	003010.SZ	若羽臣	1.00	0	0.36	0.05
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	0.31	-0.07	0.18	0.00
	603605.SH	珀莱雅	0.76	-0.17	0.58	0.00
	688363.SH	华熙生物	0.29	-0.09	0.56	0.07

600315.SH	上海家化	0.77	-0.09	0.68	0.07
603983.SH	丸美股份	1.04	0.07	0.31	0.04
300740.SZ	水羊股份	0.55	-0.10	2.15	0.70
603630.SH	拉芳家化	0.55	0.02	0.15	-0.01

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

3.4 收现比&净现比：绝大多数个股收入现金比大于1，少部分个股净利润现金比为负值

原料板块：2023Q1，科思股份收入现金比为0.92，低于所有化妆品个股；净利润现金比为1.07，1-3月经营活动产生的现金流量净额同比增长1332.47%，主要系随着公司业务规模的成长，销售商品、提供劳务收到的现金增加。

代工板块：2023Q1，青松股份和嘉亨家化的收入现金比均大于1，企业的销货收到的现金与本期的销售收入基本一致，资金回收良好。青松股份的净利润现金比为-0.62。

代运营板块：2023Q1，板块个股收入现金比均大于1，凯淳股份（1.53）居化妆品板块个股之首。代运营板块个股的净利润现金比均为正数，凯淳股份净利润现金比显著（36.12），其次为丽人丽妆（13.96）。

品牌板块：2023Q1，水羊股份收入现金比为0.99，居化妆品板块个股倒数第一。上海家化和拉芳家化现金流表现较好，收入现金比分别为1.13/1.34，净利润现金比分别为1.98/1.86。

图表19：2023年Q1化妆品板块个股收入现金比与净利润现金比情况

			收入现金比	净利润现金比
原料	300856.SZ	科思股份	0.92	1.07
	300132.SZ	青松股份	1.39	-0.62
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.20	3.31
	300792.SZ	壹网壹创	1.19	0.70
代运营	605136.SH	丽人丽妆	1.19	13.96
	301001.SZ	凯淳股份	1.53	36.12
	003010.SZ	若羽臣	1.09	6.35
	300957.SZ	贝泰妮	1.09	-1.27
品牌端	603605.SH	珀莱雅	1.13	1.84
	688363.SH	华熙生物	1.07	-0.99
	600315.SH	上海家化	1.13	1.98
	603983.SH	丸美股份	1.00	-0.58
	300740.SZ	水羊股份	0.99	1.08
	603630.SH	拉芳家化	1.34	1.86

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

3.5 估值情况：品牌端个股估值较高

选取2023年5月5日收盘价以及同花顺一致预测的2023-2024年的EPS计算PE。2023年，原料、代工、代运营板块大部分个股一致预测EPS对应的PE值20-30倍，而品牌端的个股中，丸美股份的PE领先，为51倍，珀莱雅、华熙生物、贝泰妮的PE分别为44/36/36倍，品牌端子板块整体的估值水平较高。

图表20：化妆品个股2023及2024年一致预测的EPS（元/股）及对应PE（倍）

			EPS		PE		股价（元）
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023/5/5
原料	300856.SZ	科思股份	2.94	3.72	23	18	67
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.28	1.72	17	12	21
	300132.SZ	青松股份	0.23	0.38	26	16	6
代运营	605136.SH	丽人丽妆	0.66	0.80	22	18	14
	003010.SZ	若羽臣	0.30	0.47	61	39	18
	300792.SZ	壹网壹创	1.07	1.26	29	25	31
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	27
品牌端	688363.SH	华熙生物	2.65	3.39	36	28	96
	300957.SZ	贝泰妮	3.15	4.01	36	28	112
	600315.SH	上海家化	1.14	1.34	26	22	30
	603605.SH	珀莱雅	3.68	4.64	44	35	163
	603630.SH	拉芳家化	-	-	-	-	15
	603983.SH	丸美股份	0.77	0.96	51	41	39
	300740.SZ	水羊股份	0.70	0.92	22	17	16

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：数据提取日期为2023年5月5日，EPS采用同花顺一致预测，PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

4 基金持仓情况

原料板块：截止2023Q1，科思股份机构持股比例达到24.26%，较2022年末减少13.18个pct，其中基金持股比例减少10.32个pct。

代工板块：截止2023Q1，青松股份与嘉亨家化机构持股比例较2022年末分别小幅减少6.58个pct与10.96个pct至22.35%与35.95%，基金持股比例分别减少3.61个pct与5.89个pct。

代运营板块：截止2023Q1，壹网壹创机构持股比例在代运营板块中最高，达到49.00%，较2022年末减少0.33个pct，其中基金持股比例减少0.78个pct。

品牌板块：截止2023Q1，上海家化机构持股比例最高，达到63.27%，其次为贝泰妮、水羊股份、华熙生物、珀莱雅。其中丸美股份的外资持股比例最高，达到1.60%，较2022年末上升了1.17个pct。

图表21：2023Q1与2022年化妆品个股机构持股比例情况对比

			机构持股比例合计 (%)		基金持股比例 (%)		QFII 持股比例 (%)	
			23Q1	2022	23Q1	2022	23Q1	2022
原料	300856.SZ	科思股份	24.26	37.44	13.68	24.00	0.00	3.05
代工	300132.SZ	青松股份	22.35	28.93	3.85	7.46	0.00	0.00
	300955.SZ	嘉亨家化	35.95	46.90	4.38	10.27	0.00	0.00
代运营	300792.SZ	壹网壹创	49.00	49.33	1.88	2.66	0.00	0.00
	605136.SH	丽人丽妆	43.11	49.11	1.54	0.59	0.51	0.00
	301001.SZ	凯淳股份	21.98	26.11	0.00	0.16	0.41	0.00
	003010.SZ	若羽臣	29.58	32.03	1.40	0.03	1.34	1.25
品牌	300957.SZ	贝泰妮	60.21	75.73	6.40	20.20	0.00	1.43
	603605.SH	珀莱雅	32.59	36.28	7.17	12.02	0.00	0.00
	688363.SH	华熙生物	38.49	55.28	5.32	22.78	0.00	0.00
	600315.SH	上海家化	63.27	65.76	4.15	6.86	0.00	0.00
	603983.SH	丸美股份	8.22	7.70	1.16	0.72	1.60	0.43
	300740.SZ	水羊股份	45.10	46.62	0.02	1.01	0.00	0.00
	603630.SH	拉芳家化	22.54	22.73	0.00	0.19	0.00	0.00

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

5 投资建议

随着疫情影响消退、人民生活恢复正常化，经济逐渐修复，2023年以来化妆品行业整体逐步回暖；中长期来看，中国化妆品人均消费额仍有较大提升空间，在行业监管趋严背景下，多项化妆品相关法规发布，行业洗牌过程中合规化妆品龙头公司受益。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注优质美妆标的。

6 风险因素

宏观经济复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、渠道拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场