

行业评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
美容护理
2026年1月12日



国产替代趋势延续，优质国货凸显强 α

——美护行业2026年度投资策略

证券分析师

姓名：丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

姓名：王悦

wangyue03@huayuanstock.com

■ 2025年行业发展回顾

- 化妆品：品牌分化：国产替代趋势延续，竞争格局“稳态”与“新变”并存；渠道变革：天猫由高端美妆主导，抖音凸显国货崛起趋势；
- 医美：消费端：高端求美者抗衰需求强劲；供给端：医美机构增速放缓，合规趋严驱动行业加速洗牌；
- 个护：消费端：21-35岁女性为消费主力，年轻群体对个人护理逐步重视。

■ 2026年行业机会展望

- 化妆品：产品：消费者需求升级驱动功效护肤市场高增；价格：大促期间千元以上价格带领涨，奢美品牌增长态势强劲；渠道：头部品牌积极转型，品牌店播战略价值凸显；
- 医美：消费结构：轻医美或成颜值消费主力；消费人群：男性医美热度增长，抗衰+微调为主力需求；
- 个护：产品：香味或为影响消费决策因素，疗愈、放松等情绪体验受到重视

■ 投资建议

- 我们认为国货龙头仍有望凭借品牌营销+产品矩阵+渠道策略+管理战略多重优势持续强势领跑，持续看好美护板块优质标的高成长性。建议关注：1) 强品牌势能标的：毛戈平，高端美妆国货龙头，产品及渠道持续破圈；丸美生物，大单品势能持续释放，品牌加速成长；珀莱雅，组织架构成熟+大单品、营销及管理均处于行业领先；若羽臣，自有品牌高速增长，持续释放业绩；2) 受益平价消费趋势标的：上美股份，多品类多渠道协同发展，高基数下销售超预期表现；润本股份，驱蚊&婴童赛道优质国货，自身经营优秀、产品与渠道成长确定性较强。

■ 风险提示

- 政策变动风险；行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

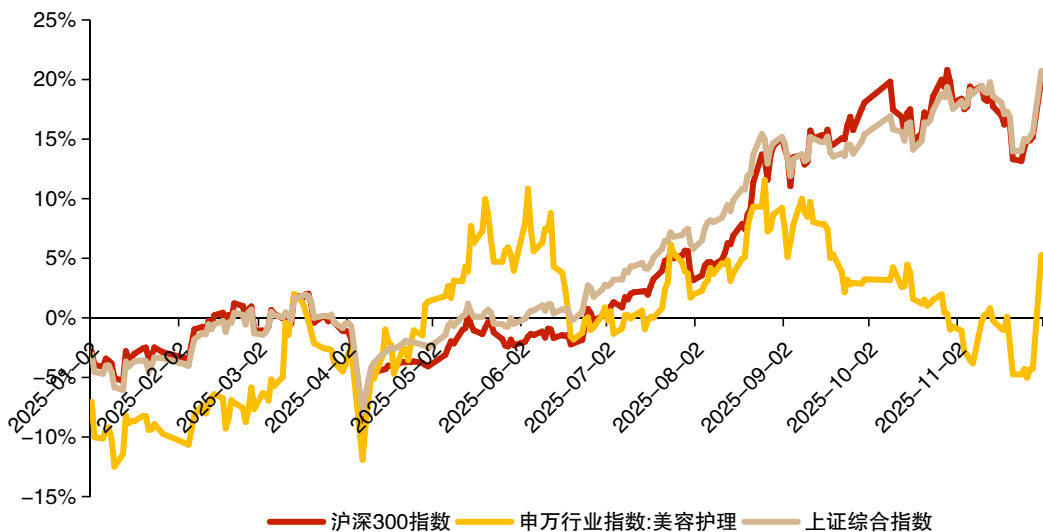
1.1 板块表现：收入端表现平稳，利润增速略快于收入增速

- **25年化妆品板块表现：收入端表现平稳，利润增速略快于收入增速。**
- **板块行情：**截至2025年12月15日，SW美容护理指数收盘为4283.27点，2025年1月2日-2025年12月15日，SW美容护理指数累计下滑0.9%、跑输沪深300指数20.0pct，具体来看，SW美容护理指数自25年年初以来震荡上行，4月随大盘一并下跌，后续受新消费概念叠加618大促催化反弹，重回震荡态势。
- **板块业绩：**基于消费弱复苏背景下，消费者信心指数表现疲软，美护作为可选消费，复苏态势相对温和，美护板块（仅包含右表中品牌）25Q1-Q3整体表现平淡，细分赛道个护表现较优。25Q1-Q3（不含港股）美护板块营收/归母净利润分别实现427.1/60.8亿元，分别同比变动+3.1%/+5.0%，收入端表现平稳，利润增速略快于收入增速。

表：2025Q1-Q3美容护理板块营业收入和归母净利润总计（亿元）及同比情况

类别	代码	股票	25Q1-Q3营收	yoy	25Q1-Q3归母净利润	yoy
化妆品	300132.SZ	青松股份	15.5	12.0%	1.1	247.0%
	603605.SH	珀莱雅	71.0	1.9%	10.3	2.7%
	300740.SZ	水羊股份	34.1	12.0%	1.4	44.0%
	603983.SH	丸美生物	24.5	25.5%	2.4	2.1%
	300957.SZ	贝泰妮	34.6	-13.8%	2.7	-34.5%
	688363.SH	华熙生物	31.6	-18.4%	2.5	-30.3%
	301371.SZ	敷尔佳	13.0	-11.5%	3.3	-36.7%
	600223.SH	福瑞达	26.0	-7.3%	1.4	-17.2%
	600315.SH	上海家化	49.6	10.8%	4.1	149.1%
	1318.HK	毛戈平	/	/	/	/
	2145.HK	上美股份	/	/	/	/
	2367.HK	巨子生物	/	/	/	/
化妆品板块			299.9	0.02%	29.1	-2.5%
医美	002612.SZ	朗姿股份	43.3	3.6%	9.9	372.5%
	920982.BJ	锦波生物	13.0	31.1%	5.7	9.3%
	300896.SZ	爱美客	18.6	-21.5%	10.9	-31.0%
医美板块			74.9	-0.7%	26.5	14.5%
个护	003010.SZ	若羽臣	21.4	85.3%	1.0	81.6%
	603630.SH	拉芳家化	6.3	-6.4%	0.1	-77.0%
	603193.SH	润本股份	12.4	19.3%	2.7	2.0%
	001328.SZ	登康口腔	12.3	16.7%	1.4	15.2%
个护板块			52.3	33.7%	5.2	5.7%

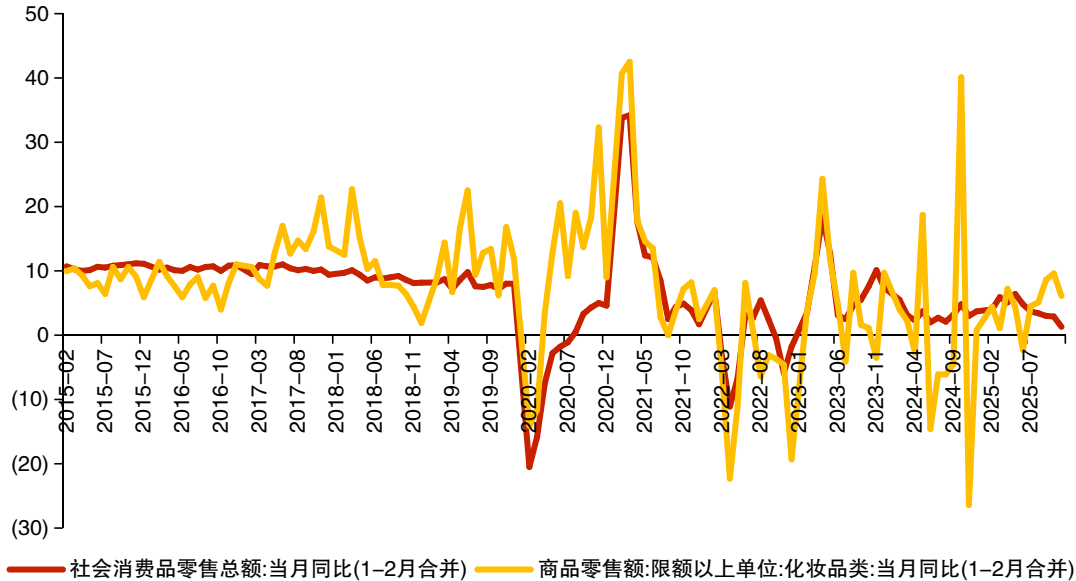
图：2025年年初至今美容护理板块及上证指数累计涨跌幅情况



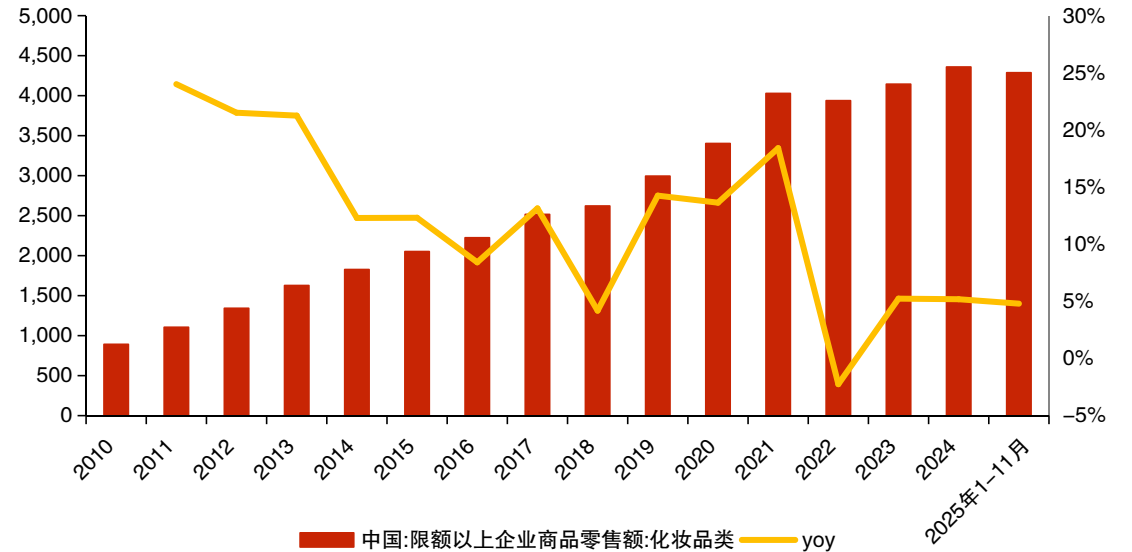
资料来源：wind，华源证券研究（注：选取业绩计算公司为申万美容护理板块公司，股价截止日期为2025年12月15日）

- **25年化妆品零售表现：行业零售额增速较为平稳。**
- **复盘行业发展：2015-2021年，化妆品行业处于高景气度，此阶段国货品牌市场份额提升的核心驱动力来自于渠道切换下的红利释放（线下渠道→传统电商→兴趣电商），行业渗透率及客单价稳步提升；2021年以后，随着行业渗透率提升至一定水平叠加渠道红利趋于减弱，行业零售额增速逐步放缓，品牌竞争逐渐加大。**
- **25年化妆品零售市场表现：25年1-11月美妆大盘表现稳健。2025年1-11月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长4.8%，高于中国消费品社零总额增速4.0%，整体表现较为平稳。拆分月度数据来看，2025年1-2月中国限额以上单位化妆品类商品零售额同比增长4.4%，3月增速放缓至1.1%，我们认为主要系38大促线上平台提前至2月开启预售致使部分需求前置释放，4月增速回升至7.2%，5月增速为4.4%，6月同比下滑2.3%，为25年以来首个同比下降月份，我们认为原因或为618大促前置影响叠加消费者的购买决策更趋向于谨慎，25年1-11月化妆品社零额同比持续增长，其中10月表现为年内最高增速，整体来看，25年1-11月美妆市场需求维持平稳。**

图：2015-2025年11月中国社零及限额以上化妆品零售总额当月同比增速（%）

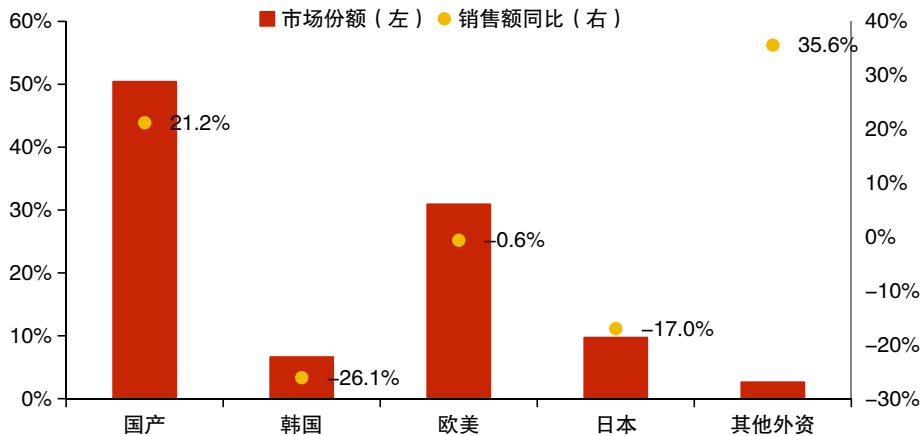


图：2010-2025年11月中国限额以上化妆品零售总额（亿元）及增速



- **25年品牌分化：国产替代趋势延续，竞争格局“稳态”与“新变”并存。**
- 行业消费结构或趋于回归性价比主导，国货在分化中逐步突围。根据青眼情报《2023年中国化妆品年鉴》，2023年国货美妆市占率达50.4%，首次超过外资品牌，我们认为国货崛起主要受益于行业竞争格局相对分散+国货自身品牌力持续提升+本土优势致使营销嗅觉敏锐。
- **根据青眼情报，天猫方面，双11期间TOP10品牌无显著变动，珀莱雅、欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛连续三年稳居TOP4天猫美妆榜。其中优质国货珀莱雅连续三年稳居榜首；抖音方面，近三年进入TOP5美容护肤榜的国货品牌由2席增至4席。具体来看，韩束和珀莱雅连续3年稳居榜单前两名，韩束凭借抖音短剧起势叠加高性价比红蛮腰套盒连续两年稳居榜首，可复美基于所处重组胶原蛋白赛道处于高景气度，且其大单品增长势能迅猛，从23年双11榜单第十名跃升至24年双11榜单第五名，表现较为亮眼。综合分析而言，从TOP1品牌来看，24、25年天猫及抖音平台分别由珀莱雅与韩束占据；从TOP2-TOP5品牌来看，25年修丽可首次冲入天猫前五，谷雨迅速挤进抖音前列，此外，海蓝之谜、可复美等品牌排名有所下滑，我们分析其一方面反映头部优质国货的较强品牌力与供应链壁垒在大促周期的波动中具备较强韧性，另一方面，中高端护肤竞争或有从“绝对头部品牌垄断”逐步转型至“头部+高成长性品牌并存”的新格局。**

图：2023年各国化妆品市占率及销售额同比增速情况



资料来源：青眼情报，华源证券研究

表：2023-2025年天猫美妆历次大促品牌排行榜

排名	2023年双11	2024年双11	2025年双11
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	巴黎欧莱雅
5	薇诺娜	海蓝之谜	修丽可
6	海蓝之谜	赫莲娜	海蓝之谜
7	OLAY	修丽可	SK-II
8	修丽可	SK-II	薇诺娜
9	赫莲娜	薇诺娜	OLAY
10	娇兰	OLAY	CPB

表：2023-2025年抖音美妆历次大促品牌排行榜

排名	2023年双11	2024年双11	2025年双11
1	珀莱雅	韩束	韩束
2	韩束	珀莱雅	珀莱雅
3	雅诗兰黛	欧莱雅	百雀羚
4	欧莱雅	雅诗兰黛	后
5	海蓝之谜	可复美	谷雨
6	赫莲娜	赫莲娜	赫莲娜
7	兰蔻	海蓝之谜	欧莱雅
8	后	自然堂	SK-II
9	SK-II	薇诺娜	兰蔻
10	可复美	兰蔻	娇韵诗

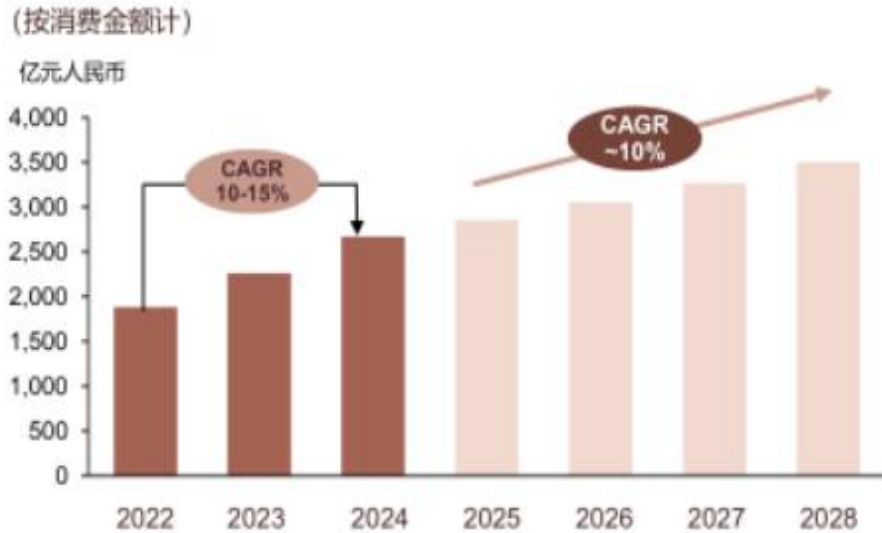
1.2.1 医美-零售表现：整体增速放缓，未来或将维持10%的CAGR增长

- 25年医美零售表现：整体增速放缓，未来或将维持10%的CAGR增长。
- 25年医美零售市场表现：根据《2025年中国医美行业年度洞悉报告》（CAPA&德勤&艾尔建美学），2022-2024年医美市场规模CAGR为10-15%，预计2025-2028年维持约10%的CAGR，中国医美市场整体增速放缓，部分求美者或因经济压力削减或推迟医美支出，但考虑到消费需求逐步释放、产品与技术创新持续推进及医美市场持续完善规范等多重因素的催化下，中国医美渗透率提升空间较大，中国的医美市场或仍具备较大发展空间。

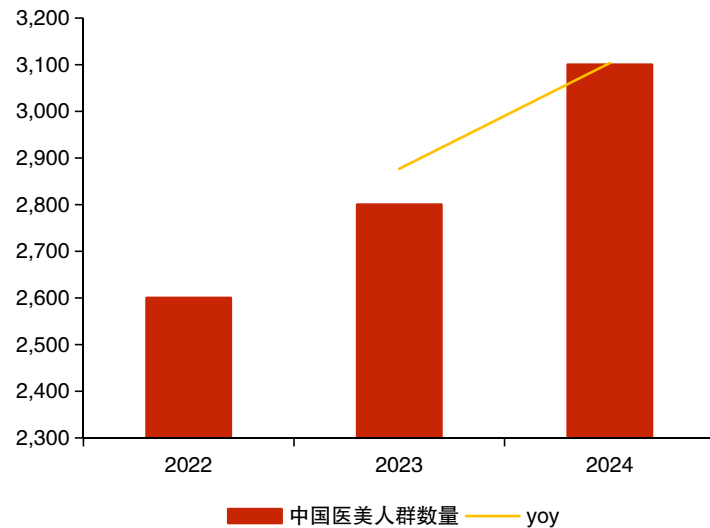
表：2024-2025年中主要获批产品情况

品类	获药监局批准上市
注射类	43款三类械注射类产品
	2款注射用A型肉毒素产品
	3款注射类产品（针对肥胖或超重适应症）
光电类	22款三类械光电类医美治疗产品

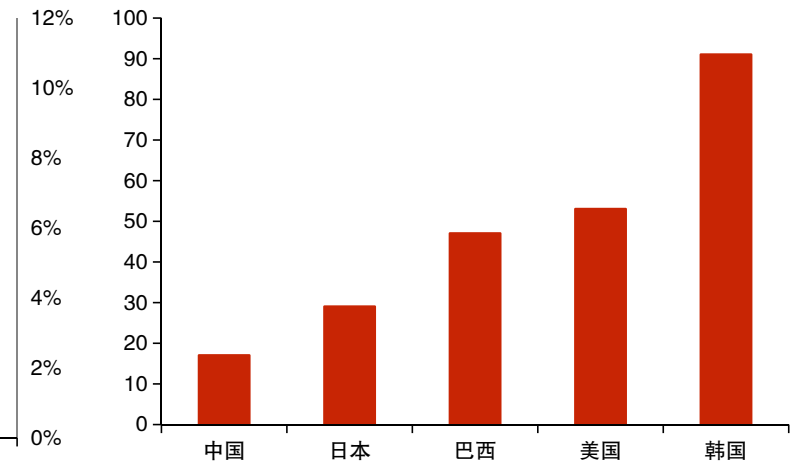
图：中国医美市场规模及预计（按消费金额计）



图：中国医美人群数量（单位：万人）



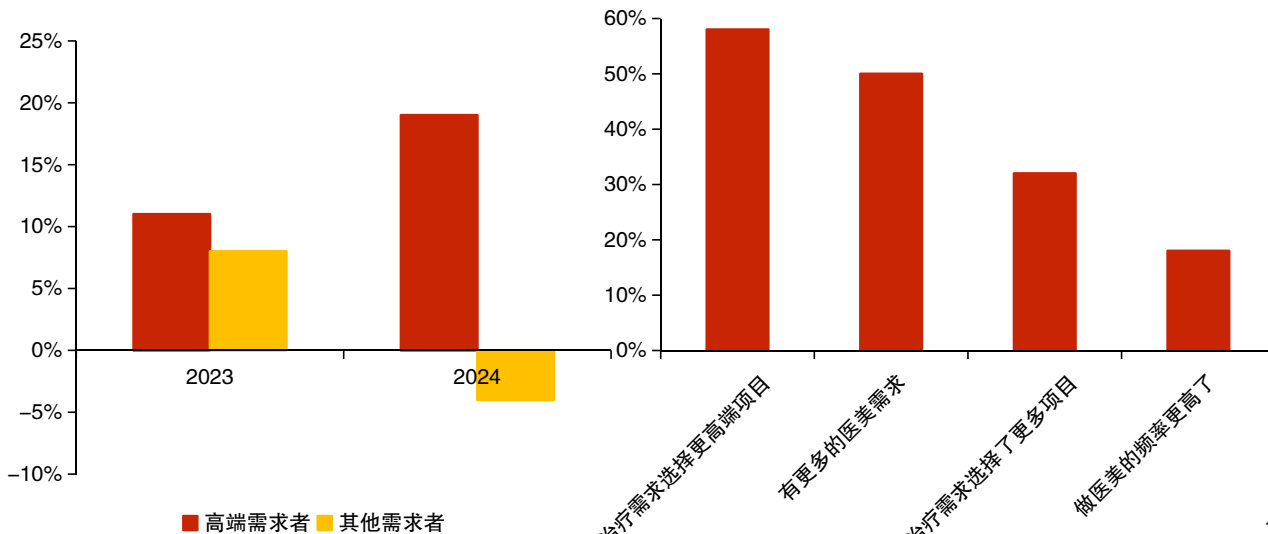
图：2022年各国每千人医美次数（单位：次/千人）



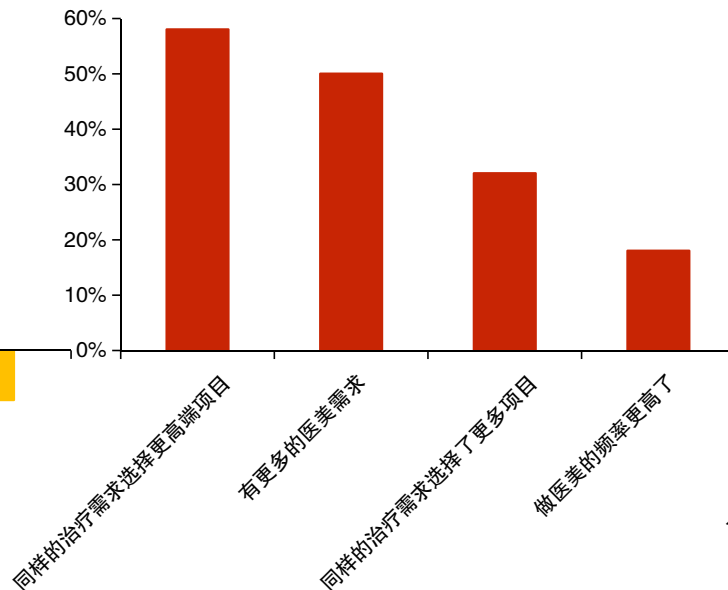
1.2.2 医美-消费端：高端求美者抗衰需求强劲

- 25年消费端：高端求美者抗衰需求强劲。
- 从人均消费金额来看，根据《2025年中国医美行业年度洞悉报告》（CAPA&德勤&艾尔建美学），2024年50%高端求美者的医美消费有所增长，24年人均消费金额相较于23年增长19%，呈稳定增长态势；从高端求美者消费增长原因来看，58%的需求者针对同样的治疗需求选择更高端的项目，而50%的需求者则有更多的医美需求，整体而言，项目升级与需求拓展或成驱动医美市场增长引擎；
- 从类目看，24年较23年对比，轻医美项目仍为主流选择，而手术类（如面部（眼、鼻、唇等）、身体（吸脂、隆胸、丰臀））需求则显著收缩；
- 从品项看，注射类项目消费意愿位居首位，24年较23年对比，肉毒毒素注射、玻尿酸注射与祛皱/抗衰类光电稳居前列，并呈稳健增长态势；
- 从需求看，高端求美者更为偏好抗衰项目，或较为追求高品质项目。

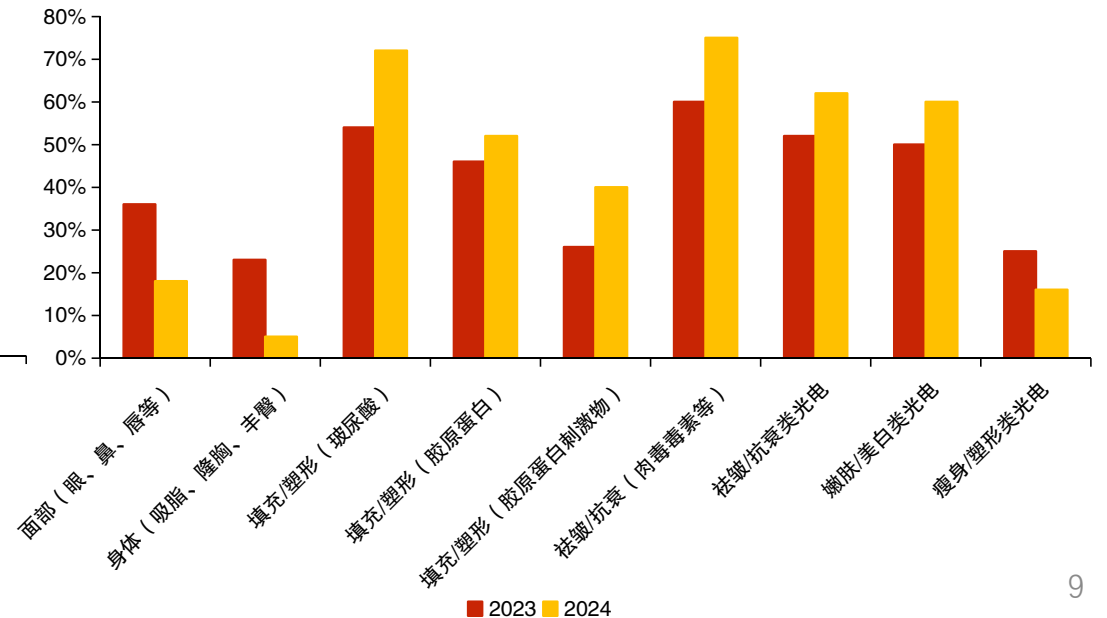
图：2023年及2024年医美消费金额同比变化



图：医美高端需求者花费增长原因



图：高端消费者治疗项目偏好情况



资料来源：《2025年中国医美行业年度洞悉报告》（CAPA&德勤&艾尔建美学），华源证券研究

- **25年供给端：医美机构增速放缓，合规趋严驱动行业加速洗牌。**
- **从医美机构数量来看，**根据《2025年中国医美行业年度洞悉报告》（CAPA&德勤&艾尔建美学），2024年全国范围机构总数接近20,000家，全国医美机构增速放缓，其中部分中小机构24年出现短期“闭店潮”。根据中国整形美容协会《医美行业合规发展报告（2024-2025）》，2024年6月至2025年6月，全国累计关停无证经营、超范围执业等违规机构超1.5万家，行业集中度CR5提升至40%，较2023年增长12pct，资源进一步向合规机构集中。
- **从政策来看，医美行业政策监管呈现收紧态势。**以小红书平台分析，国家卫健委于2025年3月正式取消私立医美机构资质快速认证通道，要求所有机构需通过“医疗质量安全核心制度”专项考核，致使行业合规成本平均提升22%，小红书平台于2025年8月实施《医疗美容内容生态治理新规》，要求KOS账号需完成“双资质认证”（即个人执业资格与机构授权），医疗科普内容需通过平台医学审核委员会预审，违规账号将面临永久封禁风险，其新规实施后，平台医美类笔记删除量达17.3万篇，合规账号内容曝光量平均提升35%，平台规则的持续加码对小红书医美生态运营产生较为深远影响。

表：平台规则持续加码

平台	政策	具体内容
抖音	资质趋严	2023年，抖音发布规定要求机构主体为“正规医院”且需背景资质认证，并进一步发布《不支持医疗健康认证账号交由MCN代运营》的规则
	规则升级	2024年，为规范医疗美容行业经营行为，抖音生活服务平台发布最新管理细则，其中明确了商品发布红线，禁止手术类等线上直播
小红书	认证调整	自2022年起，小红书取消私立医美机构认证，专业认证仅对公立三甲医院及三甲医院医美科医生开放，2022年治理开始即清退约27.9万条违规笔记和16.8万个账号
	政策收紧	2024年，小红书清理违规内容达50万篇、封禁账号5万余个，机构无法准确预测是否会因为一次分享被限流封号，导致种草、科普机制要求更高，面临规则收紧风险



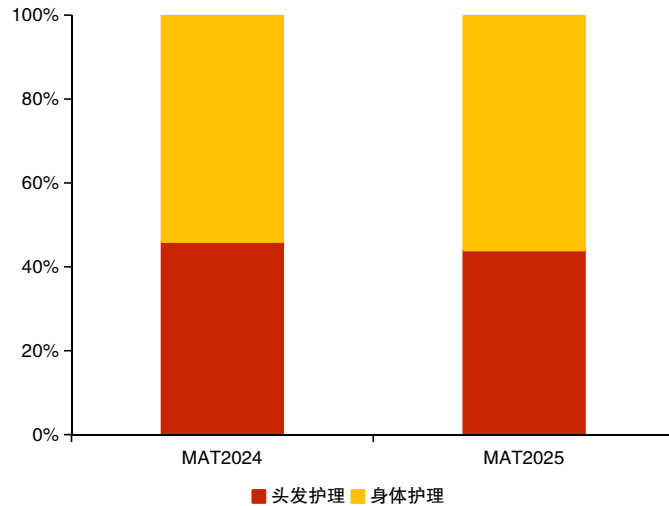
表：中国医美行业主要公司情况

公司	主要产品	核心竞争力	市场地位
爱美客	嗨体(颈纹修复)、宝尼达(凝胶填充)、爱芙莱(含麻注射)、紧恋(埋植线)	自研能力强、细分独家品种、高毛利率	国内轻医美注射类龙头，本土注射类市占率领先
华熙生物	润致(玻尿酸填充)、米蓓尔(功能性护肤品)、夸迪(抗衰系列)	全球玻尿酸原料龙头、全产业链布局(原料-终端)、品牌矩阵清晰	国内医美终端产品市占率靠前
朗姿股份	米兰柏羽(高端)、晶肤医美(社区轻医美)，高一生(综合整形)	全国机构超30家、跨界导流、数字化运营	国内头部医美连锁，单店盈利效率行业领先
华东医药	伊妍仕(少女针，再生类)、MaiLi(玻尿酸)、Lanluma(胶原蛋白)	国际化布局(代理海外优质产品)、再生赛道差异化、医药渠道协同	国内再生医美龙头，“少女针”市占率较高，医美业务成第二增长曲线
昊海生科	姣兰(玻尿酸)、海魅(无颗粒玻尿酸)、菲尔斯(射频微针)	多领域技术协同(眼科-医美材料共享)、高端玻尿酸(“海魅”无颗粒化技术)、公立医院渠道覆盖广	玻尿酸市占率本土前五
锦波生物	薇旖美(重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维)、薇芙美(重组胶原蛋白植入剂)	全球首个无免疫原性重组胶原蛋白(NMPA三类证)、临床数据扎实、医研背书(中科院/协和合作)	国内重组胶原蛋白医美应用龙头，薇旖美市占率超高，覆盖3000+医美机构
巨子生物	可复美(类人胶原蛋白敷料)、可丽金(胶原蛋白次抛/面膜)	全球首个重组类人胶原蛋白量产技术(中国专利金奖)、全渠道渗透、消费者教育成功(术后修复标配)	国内医用敷料龙头，C端护肤品发展较快
江苏吴中	艾塑菲(PLLA童颜针)、吴中美学(胶原蛋白精华)、医药级医美原料	医药+医美双轮驱动、国产首款合规PLLA童颜针(“艾塑菲”2023年获NMPA三类证)、营销强	国内再生医美新锐龙头，“艾塑菲”市占率国产领域靠前
东方妍美	非手术类医美服务(注射填充、光电抗衰、皮肤管理)，合作乔雅登、保妥适、科医人等	下沉市场布局、标准化运营(单店盈利周期8个月)、本地化获客	国内下沉市场轻医美连锁黑马，三四线市占率快速提升
新氧科技	新氧APP(医美垂直平台)、SaaS服务(机构运营系统)、“新氧严选”认证项目	月活用户(MAU)超3000万、UGC+PGC内容生态(1000万+条)、SaaS赋能中小机构(获客成本降30%)	国内医美互联网平台龙头

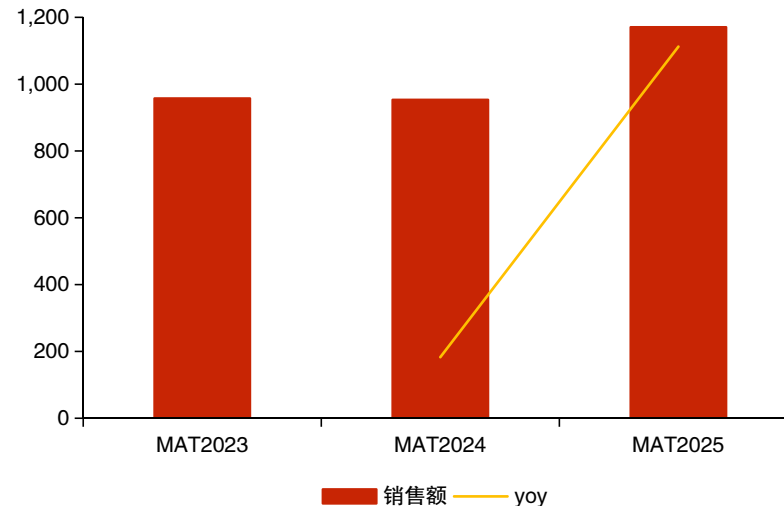
1.3.1个护-零售表现：身体护理品类增势良好

- **25年个护零售表现：**身体护理品类增势良好。
- **25年个护零售市场表现：**根据魔镜洞察（2024年5月-2025年4月）数据，身体护理市占率为56%，头发护理市占率为44%，近年来身体护理市占率持续提升。
- **分品类来看，**根据魔镜洞察，头发护理（2024.5-2025.4）市场规模519亿元，同比增长17.9%；身体护理（2024.5-2025.4）市场规模为651亿元，同比增长27.0%，增速较为亮眼；
- **分渠道来看，**个人洗护线上渠道强势复苏，MAT2025主流电商平台销售额同比增长22.8%，个人洗护行业线上市场整体均价下降10%，原因或为高性价比国货崛起、新品牌涌入叠加电商频繁促销等多重因素催化。

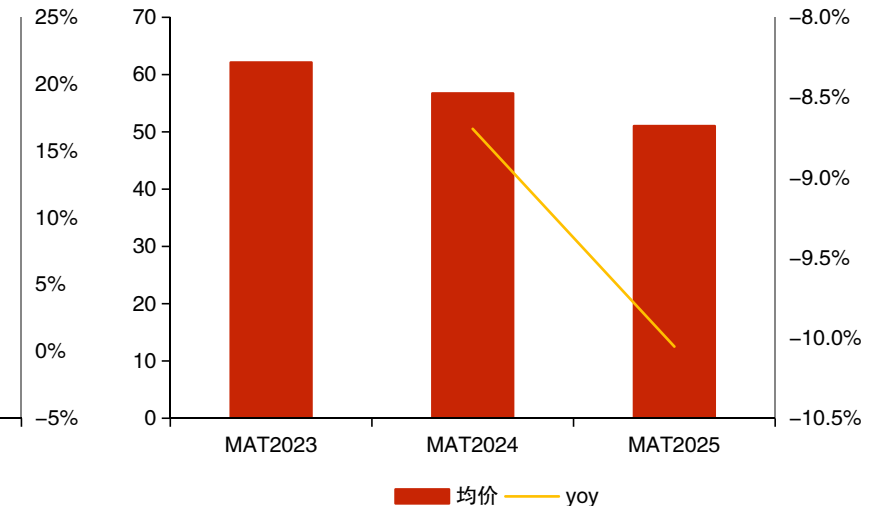
图：个人洗护细分品类占比



图：MAT2023-MAT2025个人洗护线上规模趋势（单位：亿元）



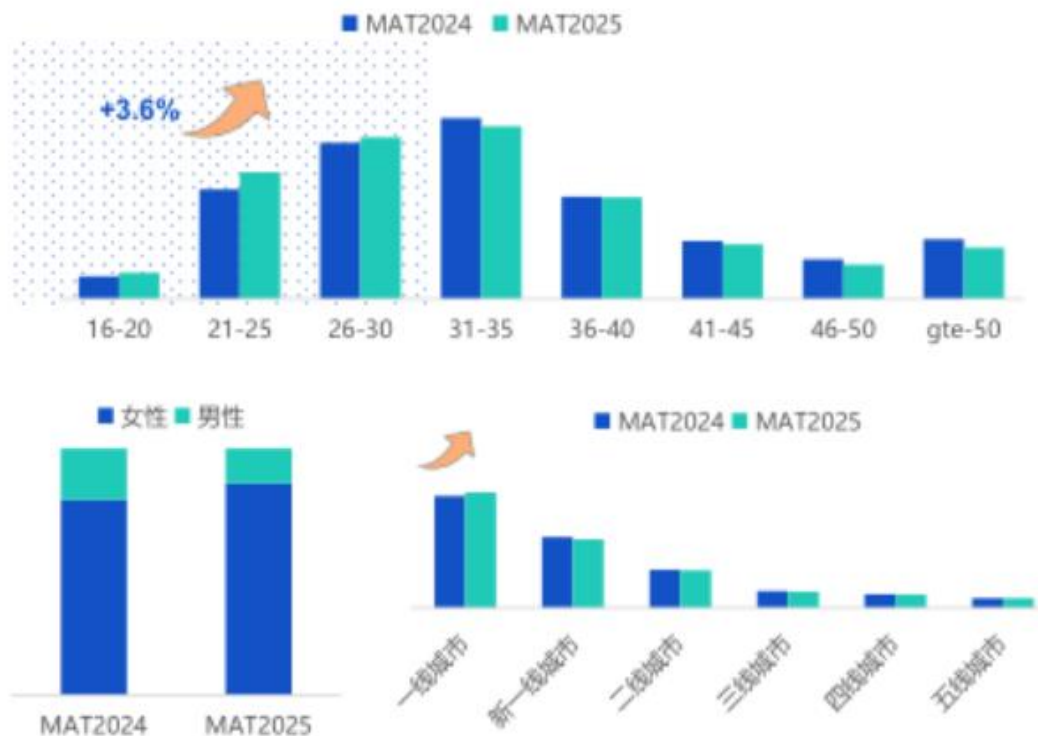
图：MAT2023-MAT2025个人洗护线上均价趋势（单位：元/件）



1.3.2个护-消费端：21-35岁女性为消费主力，年轻群体对个人护理逐步重视

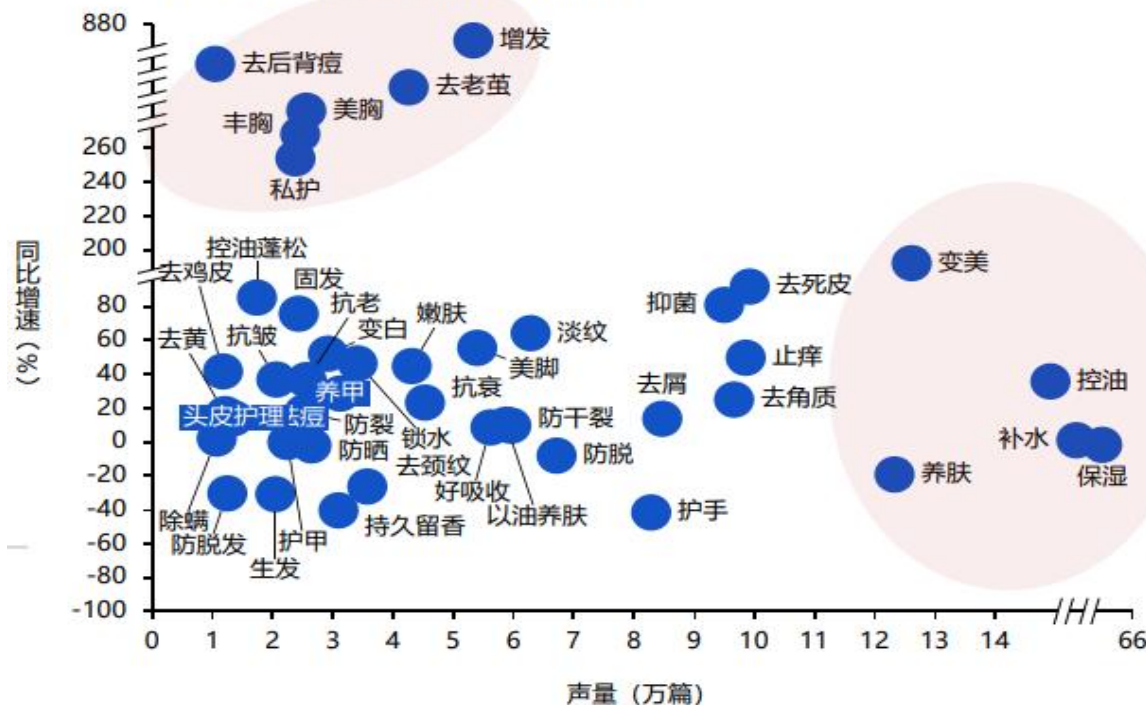
- 25年个护消费端表现：21-35岁女性为消费主力，年轻群体对个人护理逐步重视。
- 从消费群体来看，根据魔镜洞察，2024年5月到2025年4月期间，关注个人洗护的女性人群占比超85%，其中21-35岁是核心关注年龄段，30岁以下消费群体占比提升3.6pct，显示年轻消费群体对个人护理的重视程度持续提升。
- 从消费需求来看，保湿、补水、控油、变美、养肤是消费者对于个人洗护产品的主要功效诉求。其中增发功效需求增长迅猛，或为年轻人受脱发困扰影响；此外，去后背痘需求显著增长，反映出消费者或存在饮食不规律、作息不规律等不良生活习惯问题。

图：MAT2025个人洗护话题关注人群画像



图：MAT2025个人洗护话题重点讨论功效需求

MAT2025 个人洗护话题重点讨论功效需求



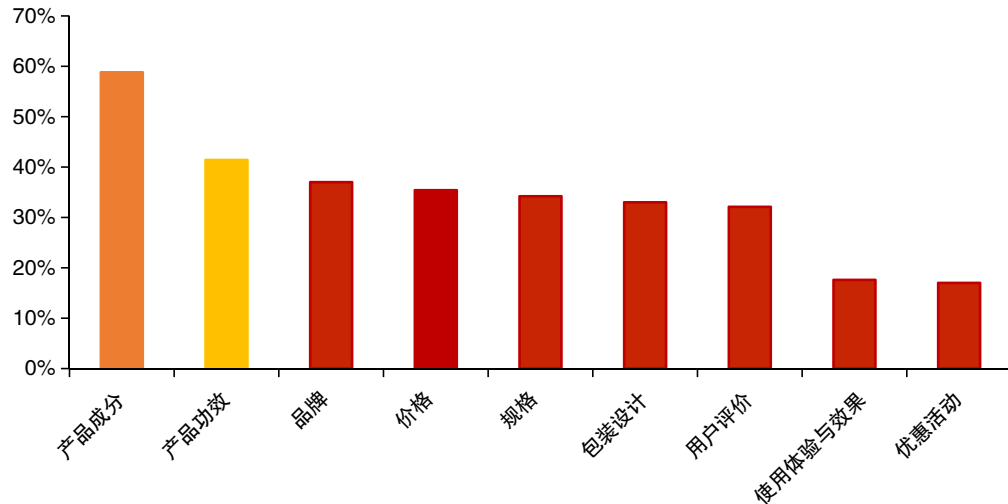
主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

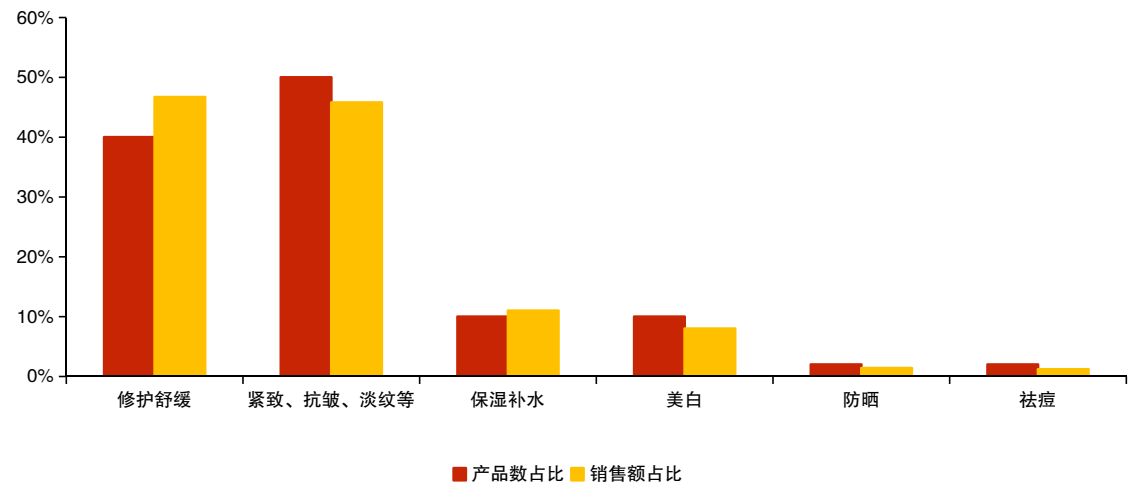
2.1.1 化妆品-产品：消费者需求升级驱动功效护肤市场高增

- **结构主线：消费者需求升级驱动功效护肤市场高增。**
- **消费者需求调研与消费数据互相印证，当前消费者需求或从基础护肤逐步转至功效驱动。**从购买化妆品考虑因素来看，2024年消费者在购买化妆品时关注因素依次为产品成分（考虑因素占比58.8%）、产品功效（考虑因素占比41.4%）、品牌（考虑因素占比37.0%）及价格（考虑因素占比35.4%），在消费逐渐回归理性背景下，当前阶段消费者更为注重化妆品的实用性、安全性及性价比，其行为受包装设计、明星代言等外在因素的影响相对较小。
- **从青眼情报2025年10月消费者调研数据来看，近八成消费者高度关注产品成分，超半数消费者将成分功效作为首位考量因素，46.1%的消费者明确偏好复合功效型护肤品，该比重较2023年增长13.7pcts。**
- **从实际销售来看，以25年双11期间销售额前50的热销护肤商品分析，复合功效护肤品商品数占比44%，销售额占比达47.1%。**具体来看，修护功效占比最高，紧致、抗皱、淡纹等抗肌肤老化类功效位居第二，复合功效型产品或将成为新的增长点。

图：2024年中国消费者购买化妆品时考虑的因素

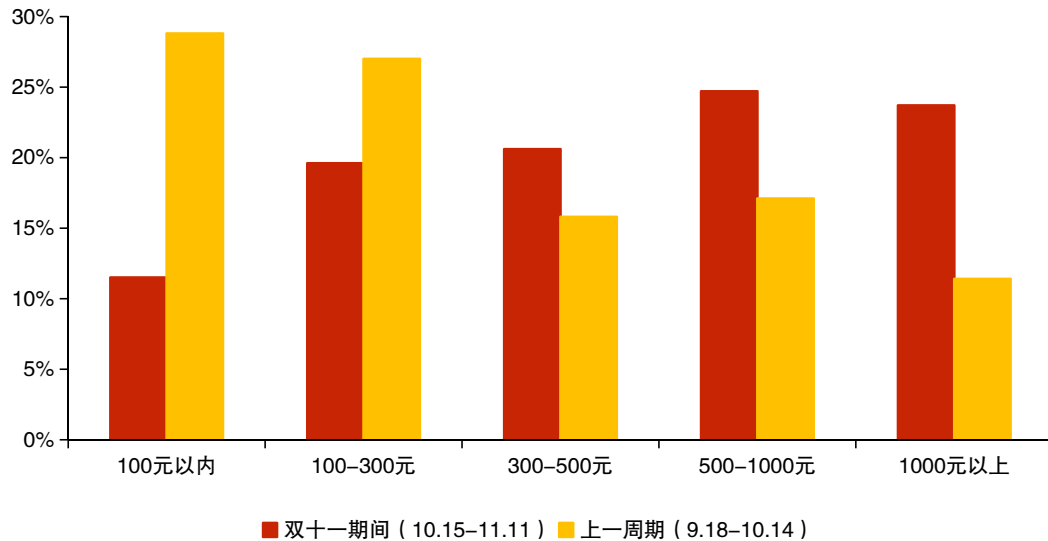


图：2025年天猫双十一热销护肤品功效分布

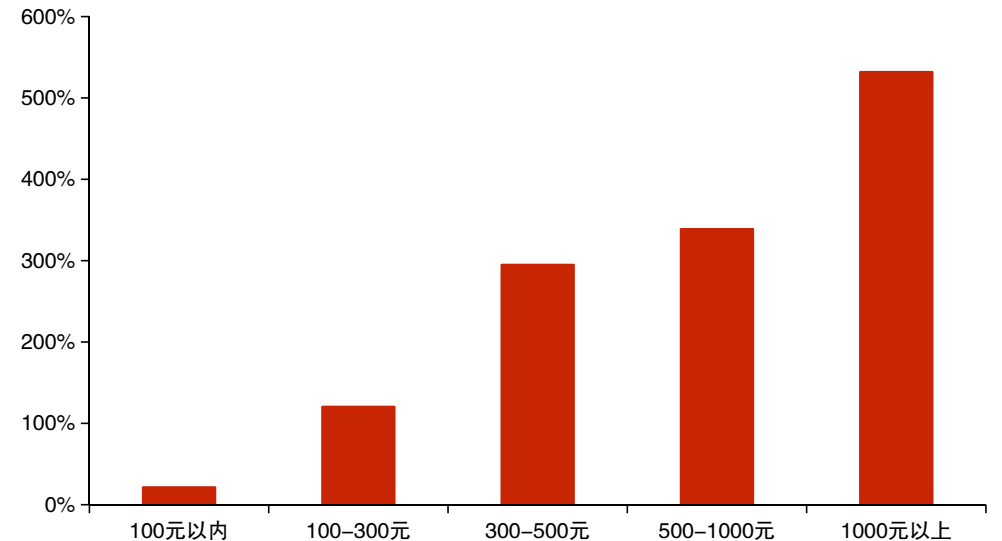


- **结构主线：大促期间千元以上价格带领涨，奢美品牌增长态势强劲。**
- **2025年天猫双11（10.15-11.11）期间，奢美品牌成为驱动美妆市场增长引擎。**根据青眼情报数据，双11大促预售期间，雅诗兰黛、兰蔻、珀莱雅在开售3分钟内销售额破亿；正式开卖首小时内，SK-II、娇韵诗等延续高增态势。根据青眼情报，雅诗兰黛、修丽可、娇韵诗、海蓝之谜、SK-II等头部品牌大促全周期销售额均实现同比双位数增长。
- **从价格段来看，市场消费结构逐步向高端化倾斜。**根据青眼数据，25年双11大促期间，天猫美妆类目平均销售单价为149.25元，环比上一周期（9.18-10.14）大幅增长112.6%。具体拆分来看，千元以上价格段市场份额环比大幅提振12.3pcts，销售额环比增长超5倍，其增速大幅领先其他价格带。在千元以上价格段产品量价齐升的情况下，奢美品牌的强劲增势或将重塑美妆消费格局。

图：2025年天猫双11期间各价格段美妆市场份额变化



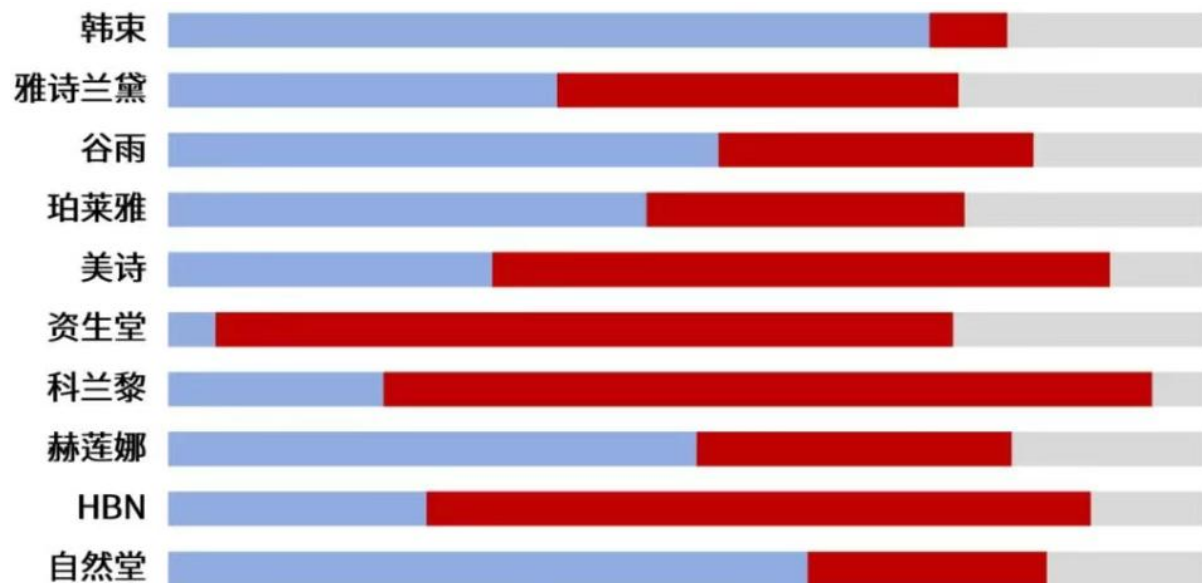
图：2025年天猫双11期间各价格段美妆商品销售额环比变化



2.1.3 化妆品-渠道：头部品牌积极转型，品牌店播战略价值凸显

- **结构主线：头部品牌积极转型，品牌店播战略价值凸显。**
- 根据青眼情报数据，以25年9月抖音TOP20美妆品牌榜单分析，自营GMV占比43.98%，达人推广GMV占比37.89%，自营大于达人推广GMV贡献率的品牌数占比为60%，其中自营GMV占比超50%的品牌均来自国货，其中韩束和百雀羚的自营GMV占比均超70%，凸显国货在自营渠道的显著竞争优势。
- 本土头部品牌持续强化自播体系建设，通过深化消费者心智，结合商品卡图文展示等非直播形态，其销售额在大促后期及日常销售阶段实现稳健增长。我们认为店播或在会员资产沉淀、品牌心智构建及全周期用户运营等多维度中承担核心枢纽角色，为品牌自主可控的重要经营阵地，店铺店播未来或成新增长引擎。

图：抖音美妆2025年9月品牌按带货方式拆分GMV



资料来源：青眼情报，华源证券研究（左图蓝色代表品牌自营，红色代表达人推广，灰色代表商品卡占比，且取数时间为25年10月10日12点；坐标轴从左到右代表占比0-100%）

表：抖音美妆2025年6月护肤类目销售榜单

排名	品牌	品牌自营	达人推广	商品卡
1	韩束	60.4%	14.0%	25.7%
2	珀莱雅	47.0%	32.7%	20.3%
3	欧莱雅	29.7%	55.3%	15.0%
4	自然堂	67.6%	16.3%	16.1%
5	赫莲娜	34.9%	53.7%	11.4%
6	雅诗兰黛	57.0%	22.2%	20.9%
7	谷雨	48.3%	32.0%	19.6%
8	百雀羚	57.7%	26.4%	15.9%
9	玉兰油	45.1%	37.6%	17.3%
10	HBN	36.9%	49.9%	13.2%
11	海蓝之谜	44.3%	33.3%	22.4%
12	资生堂	19.0%	55.1%	25.9%
13	后	22.9%	63.6%	13.5%
14	丸美	56.7%	30.8%	12.6%
15	兰蔻	52.2%	31.8%	16.0%
16	美诗	28.3%	58.8%	12.9%
17	C咖	66.2%	10.7%	23.1%
18	娇韵诗	31.1%	51.7%	17.2%
19	欧诗漫	24.2%	48.0%	27.8%
20	BUV	57.8%	10.8%	31.4%



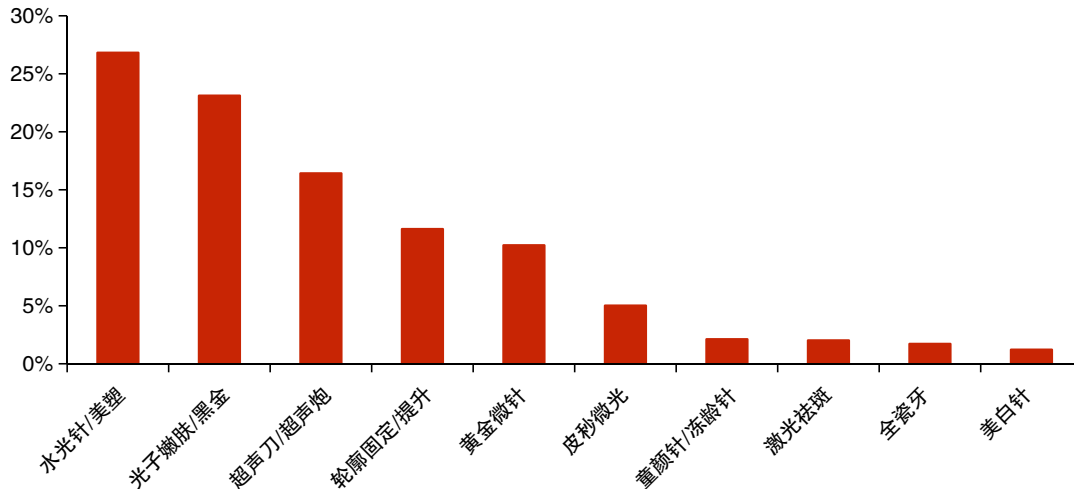
2.2.1 医美-消费结构：轻医美或成颜值消费主力

表：轻医美与重医美各个维度对比情况

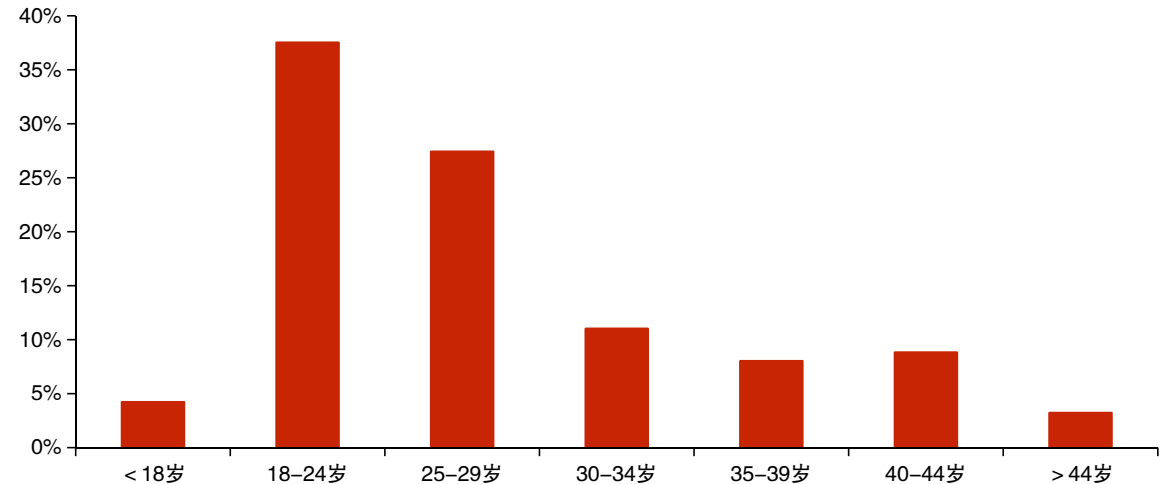
对比维度	轻医美	重医美
创伤与恢复	微创/无创，恢复期短(小时-天)	手术创伤大，恢复周期长(周-月)
医疗风险	依赖设备&材料，医生技术影响较小	高度依赖医生技术，经验不足易导致失败
操作性	部分可逆	不可逆
消费模式	单次低，但需长期维护	单次高，但无需频繁投入
行业发展前景	符合大众化、高频次消费趋势，是未来增长主力	依赖技术壁垒和刚需，需突破标准化与安全信任难题

- 结构主线：轻医美或成颜值消费主力。
- 从市场规模来看，轻医美已成为推动市场增长的强劲动力。根据《2024年度轻医美消费趋势白皮书》及《2025年一季度“轻医美”消费趋势洞察报告》，轻医美市占率达52%，超过重医美，其中光电类、注射类是主要项目，占比分别为47%、44%。
- 从消费人群与项目来看，根据艺恩咨询，轻医美的消费人群画像以年轻女性为主，其中29岁以下的消费者占比过半；消费项目则以水光与光子为主。
- 轻医美因创伤小、恢复周期短、效果明显且风险低等优势，更为契合求美者对便捷性和安全性的需求，我们预计轻医美在医美市场的占比或将持续提升，成为颜值消费的重要部分。

图：求美者对于社媒热门项目关注度情况



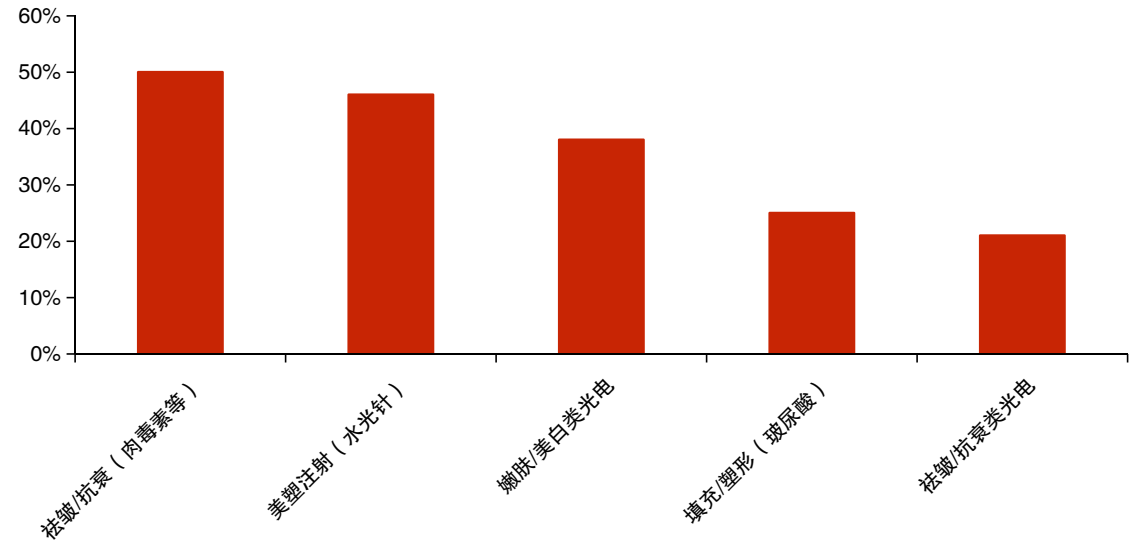
图：轻医美兴趣人群画像年龄占比情况



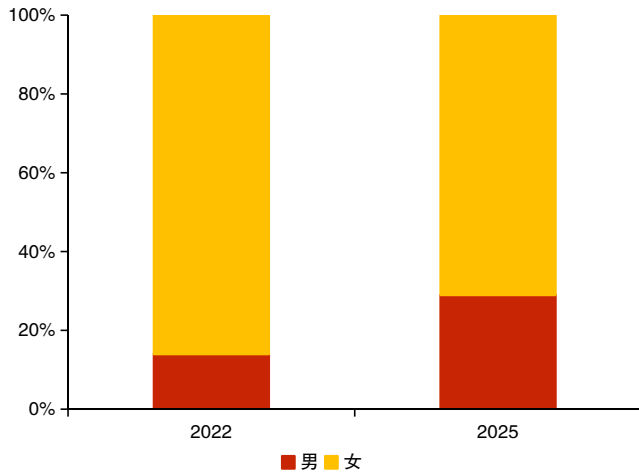
2.2.2 医美-消费人群：男性医美热度增长，抗衰+微调为主力需求

- 结构主线：男性医美热度增长，抗衰+微调为主力需求。
- 从消费人群来看，根据《2025医美行业白皮书》，中国男性医美消费者占比从2022年的14%迅速增长至2025年的29%，其增速远超女性，男性医美消费者中，25-35岁的男性求美者占比达70%，构筑消费主力群体。
- 与女性求美者追求“精致感”不同，男性求美者更为注重“自然感”、“少年感”及“职场竞争力”，其医美需求以“抗衰+微调”目的为主。近年来男性医美市场迅速崛起，或成为驱动医美行业的第二增长曲线。

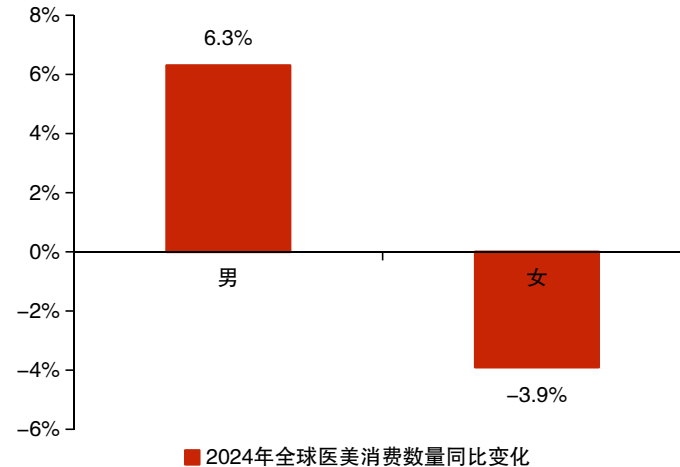
图：2024年男性医美消费主流项目



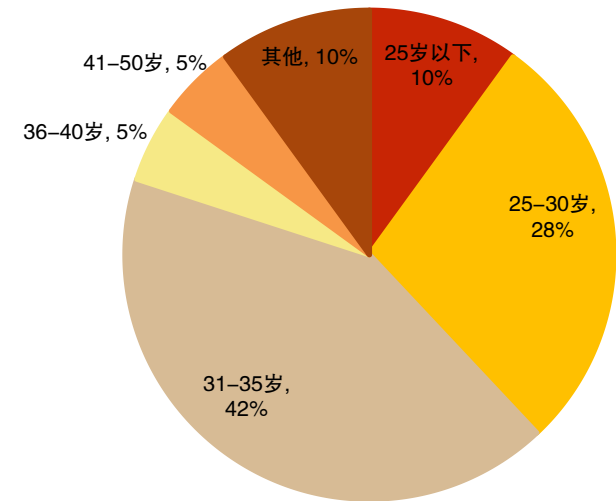
图：2022-2025年中国医美求美者性别分布情况



图：2024年全球医美消费数量同比变化

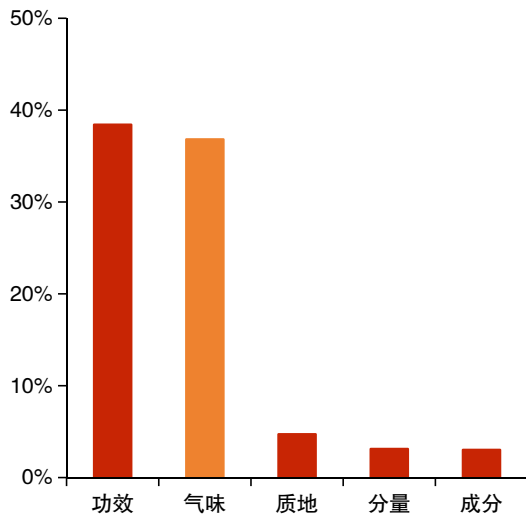


图：25Q1男性医美消费年龄分布

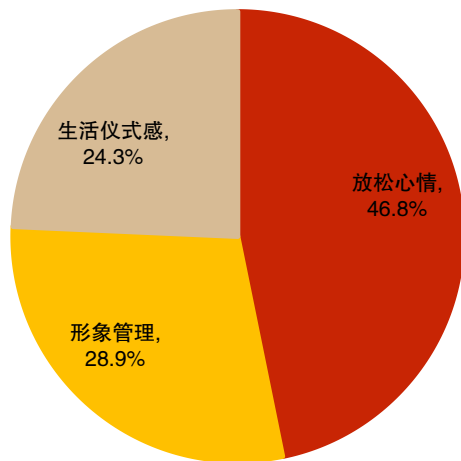


- **结构主线：**产品香味或为影响消费决策因素，疗愈、放松等情绪体验受到重视。
- 根据魔镜洞察（统计区间为2024年5月-2025年4月），针对头发护理品类，38.4%的消费者关注产品功效，36.8%的消费者关注产品气味，消费者对气味需求主因为放松心情（46.8%）、形象管理（28.9%）及生活仪式感（24.3%），2024年5月-2025年4月，头发护理“香味”社媒声量达5.0万，同比增长25.7%，同期留香头发护理产品销售额为93.7亿元，同比增长38.5%，凸显消费者对头发护理产品香味的关注度提升，产品疗愈、放松等情绪体验受到重视。

图：2024年5月-2025年4月电商消费者重点关注维度占比



图：2024年5月-2025年4月电商消费者对于香味底层需求占比



图：热门商品及卖点



赫系持久留香护发去屑香氛洗发水卖点：

- 酵母锌控油
- 专研复配原液
- **定制香型舒缓情绪**



卡诗海源黑钻护发精油卖点：

- **高定香氛三调持久留香**
- 13年鱼子护发传奇
- 轻盈不粘腻



半亩花田鲜花纯露洗护套装卖点：

- 自研鲜花纯露因子双重养护力
- 专利天然双植萃舒缓控油
- **前中后三调天然精油情绪香氛**

2.3. 2个护-消费场景多元化延伸

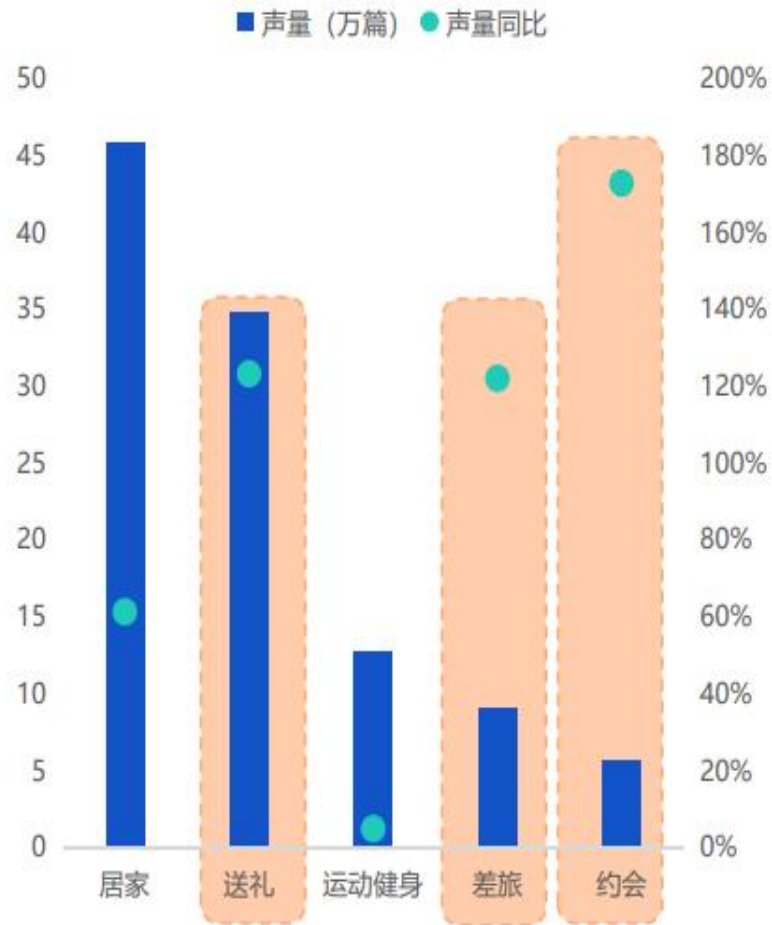
- 结构主线：消费场景多元化延伸。
- 根据魔镜洞察（统计区间为2024年5月-2025年4月），以身体护理品类分析：
- 从社媒讨论声量来看，约会场景热度同比提升幅度位居首位，其次为送礼，拆分细分品类下，基于送礼和约会场景下身体乳、护手霜等品类讨论热度较高，基于运动及差旅场景下沐浴露、身体乳等品类讨论较多；
- 从销售表现来看，对比运动健身和差旅场景，以送礼、约会场景为主的产品溢价空间较高。

图：2024年5月-2025年4月身体护理社媒话题下场景X品类交叉分析

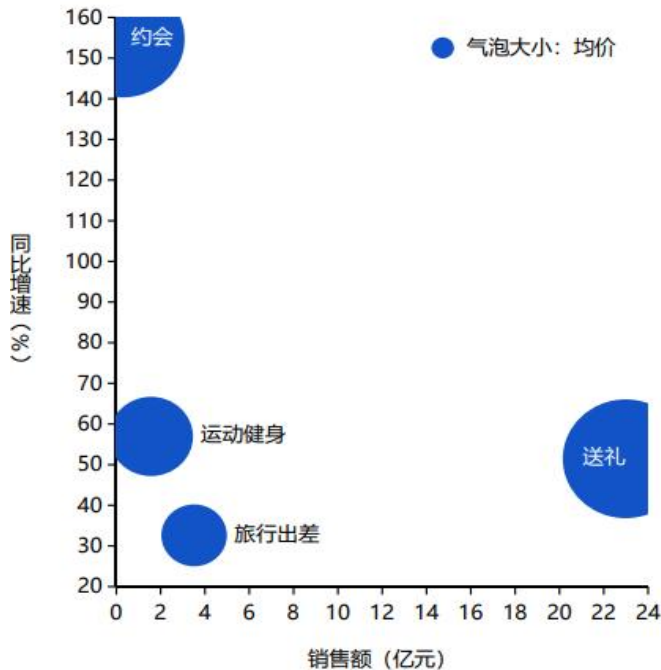
声量	居家	送礼	运动健身	差旅	约会
身体乳	91104	42555	8396	10296	27989
护手霜	53626	54658	3753	9969	28312
沐浴油	47538	30700	1935	2142	25362
沐浴露	59460	15954	9910	7254	9207
身体油	43833	27845	2398	2429	24914
脚膜	43943	1044	0	0	594
磨砂膏	31385	5532	2199	1835	1470
手膜	26279	6105	2763	1962	1406
肥皂	15225	0	0	0	0

资料来源：魔镜洞察，华源证券研究

图：2024年5月-2025年4月身体护理社媒话题下热门场景社媒热度



图：2024年5月-2025年4月身体护理不同场景下线上销售表现



主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

- 在政策红利不断释放叠加消费需求持续回暖的背景下，美妆板块作为具备高成长的新消费品类或明显受益，验证高成长逻辑。行业竞争格局较为稳定，国货品牌竞争力渐显。我们认为国货龙头仍有望凭借品牌营销+产品矩阵+渠道策略+管理战略多重优势持续强势领跑，持续看好美护板块优质标的高成长性。
- **建议关注：**
 - **1) 强品牌势能标的：**
 - 毛戈平，高端美妆国货龙头，产品及渠道持续破圈；
 - 丸美生物，大单品势能持续释放，品牌加速成长；
 - 珀莱雅，组织架构成熟+大单品、营销及管理能力均处于行业领先；
 - 若羽臣，自有品牌高速增长，持续释放业绩；
 - **2) 受益平价消费趋势标的：**
 - 上美股份，多品类多渠道协同发展，高基数下销售超预期表现；
 - 润本股份，驱蚊&婴童赛道优质国货，自身经营优秀、产品与渠道成长确定性较强。



- **双十一大促表现亮眼。**根据青眼数据，以2025年10月15日至11月11日统计，毛戈平在2025年天猫双十一大促中首次进入销售Top 20榜单。公司以彩妆为基本盘，热门产品鱼子酱气垫、皮肤衣、空气唇釉等品类增长势能较好，护肤方面，鱼子酱系列放量潜力较大，且25H1上新香水切入新品类，5月推出13款香水，其中空山、不让等多款产品成为热销款。公司产品扩充SKU速度加快，多类细分赛道打开成长空间。
- **复购率稳步提升，线上线下协同强化。**截至25H1，公司拥有405个自营专柜及32个经销商专柜，且专柜配备超过3,100名美妆顾问，公司通过扩大产品覆盖范围以提高品牌的知名度。复购率方面，截至25H1，公司线上及线下会员忠诚度计划的注册会员总数分别约为13.4百万人及5.6百万人，25H1综合复购率为26.8%，同比提升2pct，根据抖音平台榜单，主品牌MAOGEPING获抖音38好物节美容彩妆类目复购率榜首，消费者忠诚度持续提升。
- **盈利预测：**基于公司线上及线下渠道靓丽销售表现，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为12.1/15.8/20.3亿元，同比增长38%/30%/28%。公司作为国内高端彩妆品牌，创始人IP深度赋能品牌，护肤&彩妆品类稳步增长，线下&线上优势显著，当前品牌势能处于稳步向上阶段，我们看好公司的IP品牌价值稀缺+渠道禀赋+后续成长潜能，未来业绩增长空间或较大，维持“买入”评级。

- **多品牌战略运营，收入稳步增长。**分品牌来看，1) 韩束：25H1实现营收33.44亿元，同比增长14.3%，占总营收比重81.4%，韩束继续维持线上渠道美妆行业的领先地位，25H1韩束在抖音平台GMV每月均位居美妆品牌榜首，且取得“抖音电商护肤品牌总榜H1”首位的亮眼成绩；2) newpage一页：25H1实现营收3.97亿元，同比大幅增长146.5%，占总营收比重9.6%，营收高增系newpage一页旗下明星单品销售表现较好，25年618期间，newpage一页品牌位于天猫婴童护肤榜单TOP2、洗护TOP3；3) 一叶子：25H1实现营收0.89亿元，同比下降29.0%，占总营收比重2.2%，系转型调整；4) 红色小象：25H1实现营收1.59亿元，同比下降8.7%，占总营收比重3.9%，营收跌幅收窄，红色小象持续加强品牌力建设，品牌转型成效渐显。
- **推行“六六战略”，布局六大板块，实现可持续发展。**战略维度聚焦组织、研发、AI、营销、智能生产、平台化发展；业务基于现有多品牌矩阵基础上持续搭建大众护肤、母婴&青少年、洗护个护、彩妆、功效护肤、高端护肤六大板块，拓展业务边界，提高营收增长天花板。
- **盈利预测：**基于公司线上渠道靓丽销售表现，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为10.2/12.8/15.5亿元，同比增速分别为31.1%/25.3%/20.9%，公司作为多品牌国货优质美妆龙头之一，主品牌韩束势能强劲，在抖音渠道已成功塑造较强品牌势能，其余品牌有望复制其成功模式，进一步贡献业绩增量，看好公司未来业绩端或实现较快增长，维持“买入”评级。



- **构筑多品牌矩阵，自有品牌维持强劲增长态势。**25Q3自有品牌/品牌管理业务分别贡献营收4.5/2.0亿元，同比分别+345%/+114%。自有品牌业务表现亮眼，占公司整体营收比重达55.1%，其中绽家、斐萃两大品牌持续维持高增态势，新品牌纽益倍快速实现规模放量，体现公司具备持续孵化及打造新品牌的差异化竞争优势。具体来看，1) 绽家：25Q3绽家贡献营收2.27亿元，同比+118.9%，绽家持续巩固在家清领域的优势地位，位列天猫衣物清洁类目店铺榜TOP3、抖音衣物清洁护理剂类目品牌自营榜TOP4；2) 斐萃：25Q3营收2.03亿元，环比二季度增长超98.8%，增长态势良好。斐萃产品端持续发力，持续打磨精进产品体验，推动复购率稳步提升；3) 纽益倍：于25年6月底正式上线，纽益倍以高性价比单方产品布局大众膳食补充剂市场，与斐萃的中高端定位形成差异化布局，截至9月贡献营收1,212.6万元，其8月、9月全渠道GMV增速环比连续实现三倍以上高增。
- **品牌管理延续高增，合作品牌势能强劲。**25Q1-Q3公司品牌管理业务实现营收5.39亿元，同比增长71.1%，单25Q3来看，公司品牌管理业务实现营业收入2.04亿元，同比增长114.1%。公司聚焦大健康及个护领域，依托自身能力优势持续丰富品牌管理生态体系，深化全渠道运营和营销管理能力，全方位赋能合作品牌实现业绩高速增长。
- **盈利预测：**我们预计公司25-27年实现归母净利润1.8/2.6/3.5亿元，同比增速分别为71%/43%/36%。考虑到公司作为国内头部数字化品牌管理优质公司，已在保健品、母婴、美妆个护、食品饮料等品类成功建立起显著竞争优势，未来随着公司持续孵化自有品牌及拓展品牌管理矩阵，或有望进一步打开业绩增长空间，维持“增持”评级。



- **产品方面，驱蚊品类增速较快。**25Q3驱蚊/婴童护理/精油三大品类分别贡献营收1.32/1.46/0.43亿元，同比分别+48.54%/-2.76%/-7.02%，驱蚊产品销售受登革热驱动高增，婴童产品营收下滑原因我们分析或为市场竞争加剧叠加天气影响。
- **渠道方面，25H1渠道新增与山姆渠道合作。**公司产品在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市场占有率，其产品及店铺在多个平台获得奖项，持续扩大品牌影响力。此外，公司通过非平台经销商已开发合作线下渠道包括胖东来、永辉、大润发、沃尔玛、7-11、名创优品、屈臣氏、美宜佳、华润超市等KA渠道以及WOW COLOUR等特通渠道。公司基于夯实线上渠道的优势地位基础上持续扩展线下渠道，有望持续提升品牌势能。
- **盈利预测：**我们预计公司2025-2027年实现归母净利润 3.3/3.9/4.6亿元，同比增速分别为9%/18%/20%。我们看好公司深耕细分赛道十余年，成功打造优质的国货品牌形象，凭借“大品牌、小品类”的经营战略及极致性价比在细分赛道中竞争优势显著，未来通过持续精细化拓宽品牌矩阵，公司有望维持高速增长，维持“买入”评级。

主要内容

1. 2025年行业发展回顾
2. 2026年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示



- **1) 政策变动风险:** 随着医疗器械行业的发展, 有关部门或进一步对企业生产经营执业许可、质量标准等方面提出更为严格的要求, 若公司未能匹配监管部门制定的政策标准, 或存在被处罚风险进而影响公司生产经营活动;
- **2) 行业竞争加剧风险:** 重组胶原蛋白赛道景气度高, 多家公司纷纷布局该赛道, 若公司品牌策略及渠道投放不及预期, 或将影响产品销售收入;
- **3) 电商渠道竞争加剧风险:** 公司渠道营销未顺应市场趋势, 投放效果不及预期;
- **4) 新品孵化风险:** 若公司未能准确预测行业趋势及多元化市场需求并成功推出契合消费者需求的新品, 公司经营业绩或受不利因素影响。



证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES