

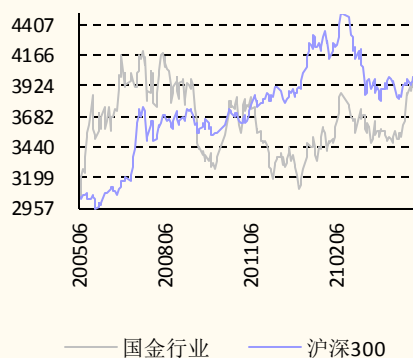
消费升级与娱乐研究中心

化妆品行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品指数	3907
沪深300指数	5123
上证指数	3447
深证成指	14439
中小板综指	12543



相关报告

- 1.《化妆品行业周报-本周化妆品板块领跑市场,关注业绩改善标的》,2021.4.26
- 2.《化妆品行业周报-行业景气延续,继续推荐业绩表现较优标的》,2021.4.19
- 3.《21Q1 业绩前瞻,关注业绩表现较优标的-化妆品行业月度专题(…)》,2021.4.7
- 4.《家庭清洁护理行业深度报告-稳增长赛道加速升级,关注本土龙头崛起…》,2021.3.6
- 5.《1-2月线上持续景气,继续推荐边际改善标的-化妆品行业月度专题…》,2021.3.5

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷

分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

疫情不改行业景气,关注优质个股机会

化妆品 20 年及 1Q21 业绩总结

- **行业总体: 20 年受疫情影响较小、1Q21 景气延续。**20 年我国化妆品零售额增 10%、高于其他消费品类、受疫情影响相对较小,1Q21 同增 41%、较其他消费品反弹力度较弱,但较 1Q19 复合增 11%、仍高于其他消费品。
- **板块总体: 20 年疫情带来短期波动,1Q21 线下恢复强劲增长。**1) 成长: 20 年化妆品板块合计营收/净利增速放缓至 11%/2%、疫情影响集中在 Q1, Q2+Q4 等电商旺季拉动全年增长。1Q21 低基数下、板块合计营收/净利同增 38%/39%、较 1Q19 复合增 13%/8%。行业竞争加剧(尤其是品牌端)拖累板块 20 年总体盈利及营运指标,1Q21 存货周转改善。
- **子板块: 代运营成长性最强,美妆总体景气、个股分化,生产商业绩稳健。**1) 美妆品牌总体景气、个股分化,营销分成增多、板块盈利水平下降。2) 代运营成长性最高、但有所放缓、需寻求新业绩增长点。3) 生产商业绩总体稳健,其中寡头诺斯贝尔业绩快速增长,中腰部企业盈利水平持续提升。

医美 20 年及 1Q21 业绩总结

- **板块总体: 成长性优,20 年疫情带来短期波动,影响程度中游服务商>下游终端医美机构>上游耗材。**疫情影响集中在 1H20、板块营收/净利同降 16%/降 90%,20 全年营收/净利同增 11%/降 48%。疫情下中游服务商盈利水平下降、下游终端盈利表现分化、上游耗材(爱美客)盈利水平持续提升。
- **子板块: 上游耗材成长性/盈利性总体最高,各子板块个股表现分化。**20 年耗材/服务商(新氧)/终端营收分别增 10%/12%/11%,净利分别增 44%/降 96%/降 119%,子板块个股表现分化: 1) 耗材: 20 年爱美客/华熙(医美业务)/昊海(医美业务)营收分别增 27%/10%/-19%,其中爱美客主要由嗨体拉动,1Q21 继续高增 228%。2) 服务商(新氧): 20 年疫情影响叠加行业竞争加剧,销售费用率+15PCT、净利率 0.38%(-15PCT)。3) 终端: 朗姿/华韩成长性较优,朗姿(医美业务)/华韩/瑞丽/医美国际 20 年营收增 29%/10%/-14%/4%,净利增 31%/47%/-57%/-273%,盈利水平分化主要为销售费用率分化所致。1Q21 朗姿医美业务营收增速提升至 92%。

投资建议

- **化妆品: 优选细分子版块优质标的。**化妆品行业成长带来全产业链投资机会,其中: 1) 美妆品牌竞争激烈,优选品牌运营能力强的贝泰妮、上海家化、御家汇等。2) 生产商: 未来业绩有望持续快速增长的寡头诺斯贝尔、盈利水平持续提升、上一年疫情受损较多的嘉亨家化。3) 代运营: 拓展直播代运营及孵化自有品牌、寻求新业绩增长点的壹网壹创。
- **医美: 关注上游产品开发能力强的标的、下游盈利性较优的区域性连锁龙头。**21 年板块总体在低基数下全年有望提速增长: 1) 上游: 业绩主要依托产品驱动,关注嗨体销售靓丽、童颜针预计上市贡献增量以及多款产品储备贡献中长期发展的爱美客,21 年发力医美市场、计划将润致打造成国内第一医美品牌的华熙生物。2) 下游行业格局分散、盈利水平层级不齐,但区域性头部连锁医美机构近年盈利水平持续提升,建议关注下游区域性连锁龙头,如朗姿股份、华韩整形等。
- **风险提示: 新品/营销/渠道发展不及预期; 大客户流失; 医美医疗事故等。**

内容目录

1、化妆品行业：总体景气，内部分化	5
1.1、行业总体：20 年受疫情影响较小、1Q21 景气延续，行业韧性较强.....	5
1.2、板块总体：20 年受疫情影响有所调整，1Q21 开局良好.....	5
1.2.1、成长：20 年受疫情影响、业绩增速放缓，1Q21 低基数下增长强劲 ..	5
1.2.2、盈利：品牌竞争加剧拖累板块 20 年、1Q21 盈利水平下降	6
1.2.3、营运：存货及应收账款周转 20 年放缓，1Q21 加强管理、存货改善 ..	7
2、化妆品子板块：美妆表现分化，代运营成长性减弱，生产商业绩稳定性强 ..	8
2.1、子板块横向对比：板块成长受行业景气度、成长周期及个股行业地位影	8
响.....	8
2.2、美妆：竞争加剧、表现分化，营销分成增多、板块盈利水平下降.....	9
2.3、代运营：成长性放缓，需寻求新业绩增长点	12
2.4、生产商：寡头诺斯贝尔业绩快速增长，中腰部企业盈利水平持续提升 ..	13
3、医美行业：行业成长，带动上下游快速增长	14
3.1、板块总体：成长性优，20 年疫情带来短期波动.....	14
3.1.1、成长性：20 年疫情对全产业链均有影响，影响程度中游服务商>下游	14
终端>上游耗材	14
3.1.2、盈利性：近年总体提升，20 年波动、主要为服务商及终端分化拖累	15
.....	15
3.2、子板块：疫情影响各异，子版块个股表现分化.....	16
3.2.1、耗材：20 年疫情下个股表现分化，爱美客获益嗨体拉动仍快速增长	16
.....	16
3.2.2、服务商：20 年疫情影响叠加行业竞争加剧，盈利能力承压	17
3.2.3、终端：个股成长、销售费用率、盈利表现分化.....	18
4、投资建议.....	20
4.1、化妆品：优选细分子版块优质标的	20
4.2、医美：关注上游产品驱动优质标的、下游盈利水平较强的区域性连锁龙	20
头.....	20
5、风险分析.....	21
5.1、化妆品	21
5.2、医美.....	21
6、附录.....	22

图表目录

图表 1: 我国主要消费品零售额年度同比增速 (%)	5
图表 2: 近两年 Q1 主要消费品零售额增速 (%)	5
图表 3: 化妆品板块累计营收及同比增速 (%)	6
图表 4: 化妆品板块分季度营收及同比增速 (%)	6
图表 3: 化妆品板块累计归母净利及同比增速 (%)	6
图表 4: 化妆品板块分季度归母净利及同比增速 (%)	6
图表 7: 化妆品板块毛利率及同比变动幅度	7
图表 8: 化妆品板块主要费用率变动	7
图表 9: 化妆品板块净利率及同比变动幅度	7
图表 9: 化妆品板块存货周转率及同比变动	8
图表 10: 化妆品板块应收账款周转率及同比变动	8
图表 11: 子版块营收增速 (剔除非化妆品业务)	8
图表 12: 子版块净利增速	8
图表 13: 美妆板块及个股营收同比增速	9
图表 14: 美妆板块及个股净利同比增速	9
图表 16: 重点美妆上市公司业绩与电商渠道表现	9
图表 15: 美妆板块及个股毛利率水平变动	10
图表 16: 美妆板块及个股净利率水平变动	10
图表 17: 美妆板块及个股期间费用率变动幅度	11
图表 18: 美妆板块及个股销售费用率变动幅度	11
图表 17: 美妆板块及个股管理费用率变动幅度	11
图表 18: 美妆板块及个股研发费用率变动幅度	11
图表 21: 美妆板块及个股存货周转率变动	12
图表 22: 美妆板块及个股应收账款周转率变动	12
图表 23: 代运营板块及个股营收同比增速	12
图表 24: 代运营板块及个股净利同比增速	12
图表 25: 代运营及个股毛利率变动幅度	13
图表 26: 代运营及个股净利率变动幅度	13
图表 25: 生产商及个股营收增速	13
图表 26: 生产商及个股净利增速	13
图表 27: 生产商及个股毛利率变动幅度	14
图表 28: 生产商及个股净利率变动幅度	14
图表 31: 医美板块营收及同比增速	15
图表 32: 医美板块净利及同比增速	15
图表 33: 医美板块毛利率及同比变动幅度	15
图表 34: 医美子版块毛利率	15
图表 35: 医美板块销售费用率及变动幅度	16

图表 36: 医美子版块销售费用率.....	16
图表 37: 医美板块净利率及同比变动幅度.....	16
图表 38: 医美子版块净利率.....	16
图表 41: 耗材子版块及个股营收增速.....	17
图表 42: 耗材子版块及个股归母净利增速.....	17
图表 43: 耗材子版块及个股毛利率.....	17
图表 44: 耗材子版块及个股净利率.....	17
图表 45: 服务商-新氧营收增速.....	18
图表 46: 服务商-新氧净利增速.....	18
图表 47: 服务商-新氧毛利率、净利率.....	18
图表 48: 服务商-新氧销售费用率.....	18
图表 49: 终端子版块及个股营收增速.....	19
图表 50: 终端子版块及个股净利增速.....	19
图表 51: 终端子版块及个股毛利率.....	19
图表 52: 终端子版块及个股净利率.....	19
图表 53: 终端子版块及个股销售费用率.....	20
图表 54: 化妆品行业样本公司列表.....	22
图表 54: 医美行业样本公司列表.....	22

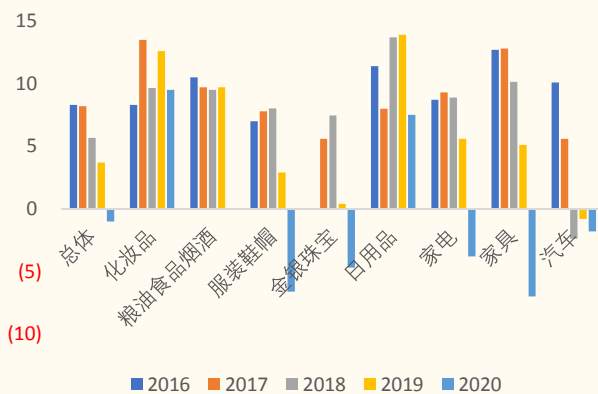
1、化妆品行业：总体景气，内部分化

1.1、行业总体：20 年受疫情影响较小、1Q21 景气延续，行业韧性较强

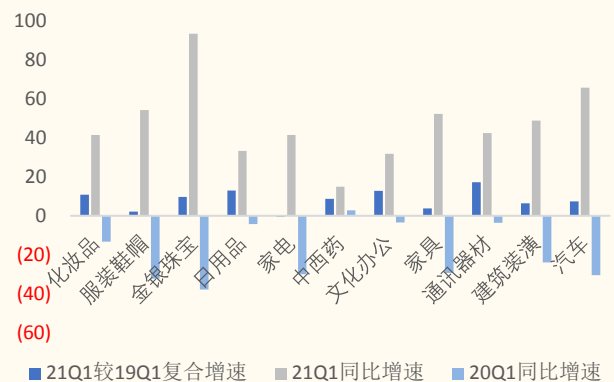
2020 年我国限额以上零售企业化妆品零售总额同增 9.50%、增速高于其他消费品，主要为化妆品获益消费升级、行业景气度较高，同时线上占比较高、20 年受疫情影响较小。

1Q21 我国限额以上零售企业化妆品零售总额同增 41.40%、相比其他消费品反弹力度较弱。综合两年看，21Q1 化妆品零售额较 19Q1 复合增速为 11%，仍高于其他品类，显示行业景气度仍维持高位。

图表 1：我国主要消费品零售额年度同比增速 (%)



图表 2：近两年 Q1 主要消费品零售额增速 (%)



来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

1.2、板块总体：20 年受疫情影响有所调整，1Q21 开局良好

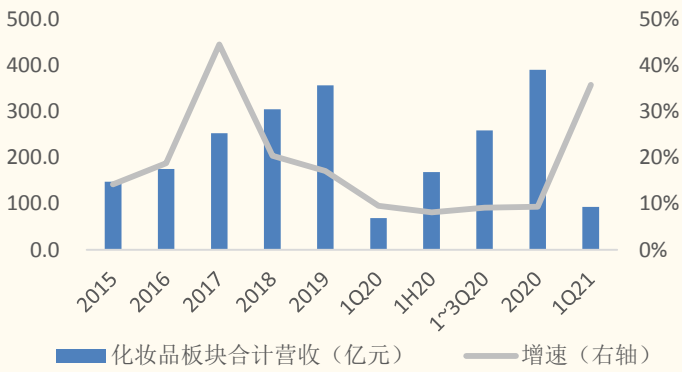
我们统计了化妆品行业分属于 5 个子行业（美妆、个护、代运营、生产、渠道商）的 A 股合计 15 家公司、H 股 1 家公司（见附录图表 54，其中 1Q21 财务数据只统计 A 股公司）。

1.2.1、成长：20 年受疫情影响、业绩增速放缓，1Q21 低基数下增长强劲

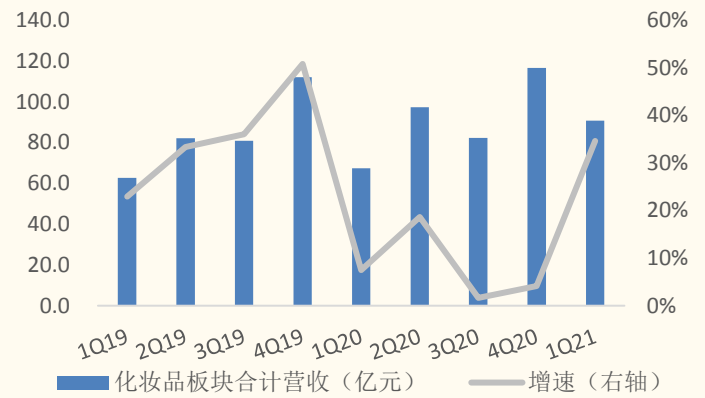
营收端：近年化妆品板块合计营收增速维持在 15~25%（2017 年增速较高主要为产业并购所致）。2020 年受疫情影响，我国化妆品板块合计营收同增 10.96%、增速放缓，其中疫情影响主要集中在 Q1，Q2、Q4 等电商旺季消费快速回升、拉动全年营收增长。

1Q21 在低基数效应下、化妆品板块合计营收同增 39.04%、较 1Q19 复合增 7.99%。

图表 3：化妆品板块累计营收及同比增速 (%)



图表 4：化妆品板块分季度营收及同比增速 (%)



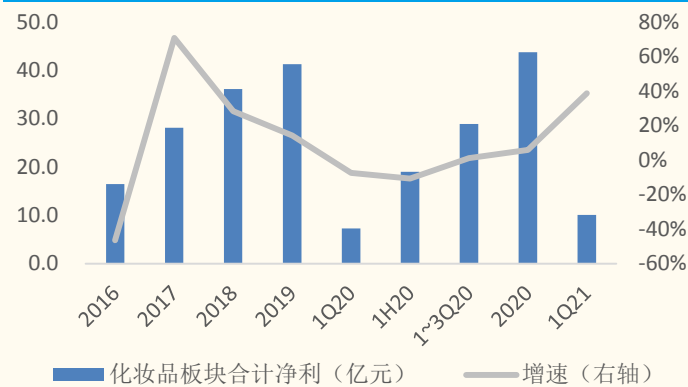
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

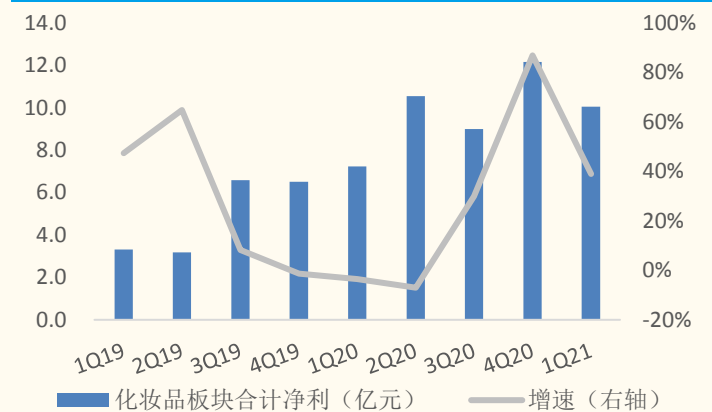
归母净利润端：随着行业竞争加剧，2019 年起化妆品板块净利增速表现弱于收入，2020 年化妆品板块合计归母净利润同增 1.70%、增速低于收入、延续此前态势。分季度看，20 年进入下半年，化妆品板块净利修复、恢复正向增长，净利的修复较收入晚一个季度。

1Q21 化妆品板块合计净利同增 39.04%、在低基数下恢复强劲，较 1Q19 复合增 3.01%、复合增速低于收入表现。

图表 5：化妆品板块累计归母净利及同比增速 (%)



图表 6：化妆品板块分季度归母净利及同比增速 (%)



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

1.2.2、盈利：品牌竞争加剧拖累板块 20 年、1Q21 盈利水平下降

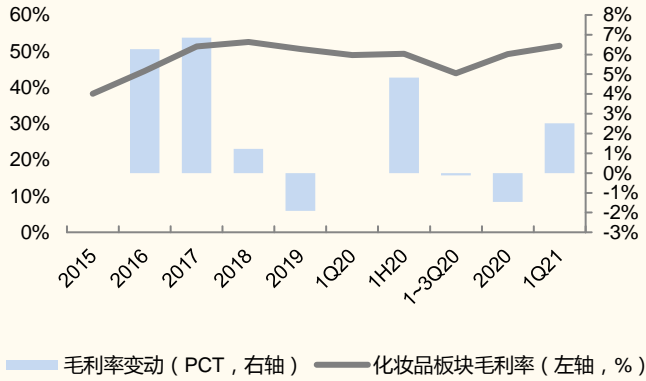
毛利率：18 年及以前我国化妆品板块毛利率水平呈现小幅提升态势（2016、2017 年大幅提升主要为样本新增华熙生物）、2019 年有所下滑主要为行业竞争加剧、个护毛利率下降较为显著。2020 年全年化妆品板块毛利率较上一年同期略降 1PCT，主要为新会计准则影响（1H20 提升幅度较大主要为样本新增贝泰妮）。

1Q21 化妆品板块毛利率同比提升 2PCT，主要为：1) 品牌方出于提升品牌调性/聚焦头部 SKU 等目的拉动毛利率提升；2) 代运营商不同模式业务发展分化（管理/服务模式毛利率较高、而零售/经销模式毛利率较低）；3) 部分生产商（如嘉亨家化、科思股份）毛利率水平提升。

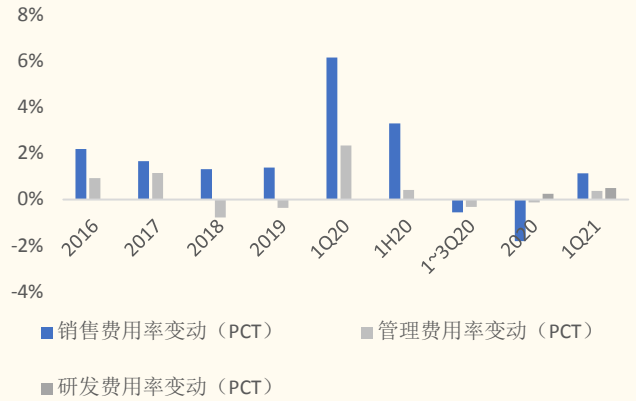
费用率：化妆品板块费用率方面总体较为稳定，2020 年化妆品板块期间费用率降 2PCT，主要为疫情下差旅等相关费用减少、上半年疫情影响下相关营销活动减少。

1Q21 期间费用率同比提升 2PCT，主要为销售费用率及研发费用率提升较多所致。其中：1) 销售费用率提升一方面为行业层面线上流量成本持续提高，另一方面为公司上一年疫情背景下主动减少营销活动、21 年营销策略转变为全年常态化营销（配合大单品打造）。2) 研发费用率提升主要为行业竞争升级、产品竞争力愈加重要、品牌方增加研发投入、过去强调应用研究、如今开始重视基础研究，此外化妆品新规要求产品功效宣称需科学的功效测试验证、增加研发成本。

图表 7：化妆品板块毛利率及同比变动幅度



图表 8：化妆品板块主要费用率变动



来源：Wind、国金证券研究所

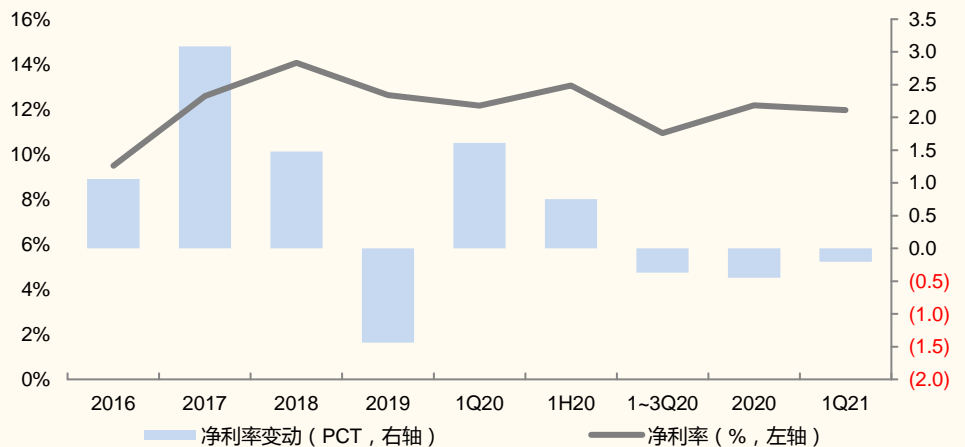
注：2016、2017 年、1H20 等提升幅度较多主要为样本新增华熙生物及贝泰妮。

来源：Wind、国金证券研究所

注：1Q20、1H20 提升幅度较多主要为新增贝泰妮、而缺乏上一年同期数据。

净利率：化妆品板块总体盈利水平近年持续小幅提升，2019 年有所下降主要为行业竞争加剧背景下毛利率下降，2020 年净利率小幅提升主要为名臣健康新增游戏业务、盈利能力改善，剔除该影响，板块总体净利率水平下降 0.45PCT，1Q21 下降 0.21PCT，显示行业竞争加剧、板块总体盈利水平有所下降。细分子版块看，美妆及个护品牌板块净利率下滑，代运营及生产商盈利水平提升。

图表 9：化妆品板块净利率及同比变动幅度



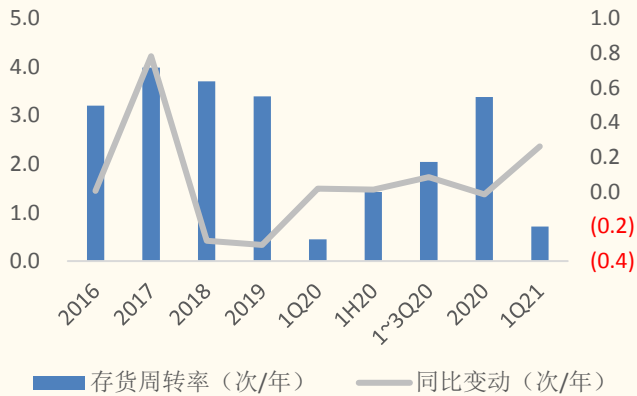
来源：Wind、国金证券研究所 注：剔除新增游戏业务的名臣健康。

1.2.3、营运：存货及应收账款周转 20 年放缓，1Q21 加强管理、存货改善

化妆品板块存货周转率自 2018 年以来持续放缓，2020 年存货周转率略放缓 0.02 次/年至 3.39 次/年（相当于年周转天数为 108 天、较护肤品使用周期 90 天多出 20%左右）。1Q21 存货周转率同比略有提升。

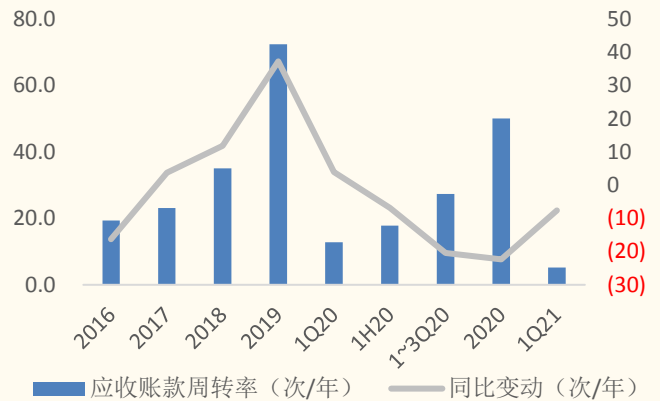
应收账款周转率近年持续提速，主要为丸美股份贡献，若剔除丸美股份，化妆品板块应收账款周转率近年持续放缓、主要为品牌方线上营收占比提升、电商平台应收账款增多。2020年板块应收账款周转率放缓 18.25 次/年至 41.74 次/年，1Q21 周转同比继续放缓。

图表 10：化妆品板块存货周转率及同比变动



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：化妆品板块应收账款周转率及同比变动



来源：Wind、国金证券研究所

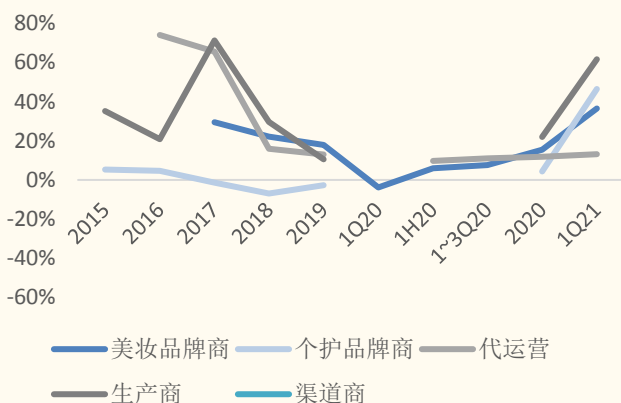
2、化妆品子板块：美妆表现分化，代运营成长性减弱，生产商业绩稳定性强

2.1、子板块横向对比：板块成长受行业景气度、成长周期及个股行业地位影响

各细分板块的成长性与所在的细分行业景气度、行业成长周期具有较强的相关性，如美妆子行业景气度高于个护子行业、线上渠道景气度高于线下渠道。主要结论有：

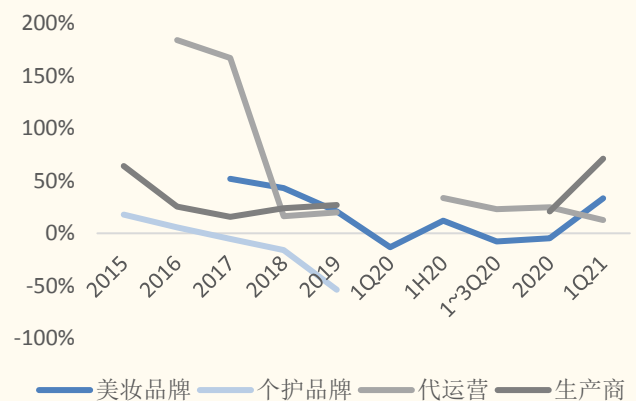
- 1) 美妆板块成长性优于个护、同时品牌成长受需求/渠道/营销等趋势变迁影响、个股表现分化较为显著。
- 2) 以线上为主的代运营成长性优于线下渠道商、但代运营具有一定的生命周期，发展受限于优势品类/客户类型/电商平台。
- 3) 生产商短期看疫情对开工影响大于需求端，中期看业绩稳健性优于品牌商，长期看目前仍处于成长期、期待本土寡头诞生。

图表 12：子板块营收增速（剔除非化妆品业务）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：子板块净利增速



来源：Wind、国金证券研究所

注：渠道商为青岛金王、据公开信息披露渠道、无法剔除非化妆品业务净利。

2.2、美妆：竞争加剧、表现分化，营销分成增多、板块盈利水平下降

■ 成长性：总体景气度高、个股表现进一步分化

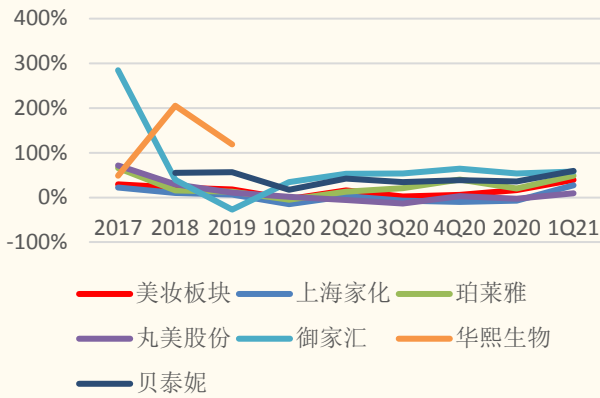
美妆总体景气较高、近年仍维持较快速发展，但个股表现分化、拉低总体板块净利成长性。

2019年及以前美妆板块营收增速在20%+、2020年受疫情影响、营收增速放缓至14.66%，1Q21在低基数下同比增速提速至43.65%、较1Q19复合增23.57%。

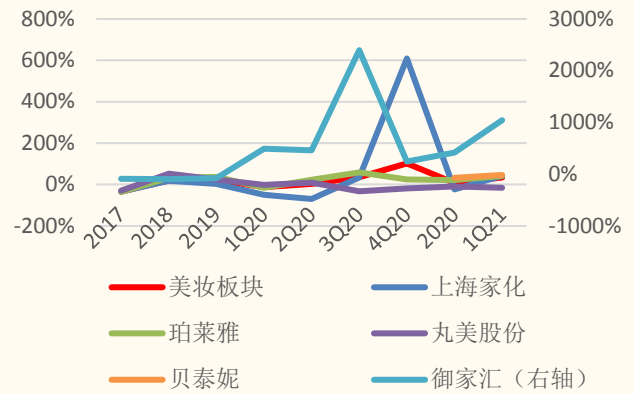
2019年及以前美妆净利增速均高于收入，但随着品牌竞争激烈、叠加20年疫情影响、线上运营能力差异，使得美妆板块部分个股盈利能力变弱拖累板块总体净利表现，20年美妆净利同降4.72%、1Q21净利同增33.38%、增速低于同期收入。

个股表现来看，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等继续快速发展，御家汇20年复苏，上海家化20年持续调整、效果初步显现、1Q21收入端实现正向增长，丸美股份仍处于调整中、期待改革进一步显现。

图表 14：美妆板块及个股营收同比增速



图表 15：美妆板块及个股净利同比增速



来源：Wind、国金证券研究所
注：华熙生物数据使用化妆品业务营收

来源：Wind、国金证券研究所

其中，电商渠道发展对个股成长性有较大影响，并且美妆品牌电商运营能力在逐步加强、差距逐步缩小。

图表 16：重点美妆上市公司业绩与电商渠道表现

公司	营收增速 (%)			净利增速 (%)			电商表现			
	2019	2020	1Q21	2019	2020	1Q21	2019	2020	1Q21	新兴电商渠道布局情况
上海家化	6	-7	27	3	-23	42	线上占比 34%、同增 30%，其中电商同比增 20%+、特渠同比增 50%+。	线上占比 42%、同增 15%，其中国内电商同比增 14%、海外电商同比增 47%、特渠同比增 8%。	国内电商高个位数增长，特渠同比增长接近 20%	21 年 3 月开始陆续在抖音平台开通 5 家抖小店，累计 13 万粉丝、成交 17 万元。
珀莱雅	32	20	49	37	21	41	线上占比 53%、同增 61% 其中直销/分销占比 54%/46%，分别同增 89%/38%。	线上占比 70%、同增 58.59% 其中直营/分销占比 61%/39%，分别同增 80%/34%	100%+	20 年 12 月布局抖音渠道，目前抖音直播已经跑通。

公司	营收增速 (%)			净利增速 (%)			电商表现			
丸美股份	14	-3	9	24	-10	-16	线上占比 45%、同增 23%，其中天猫直营同增 40%、占线上比重 33%	线上占比 55%、同增 18%，其中直营同增 32%、分销低双位数增长	23%	21 年 4 月开启抖音超品日活动，活动期间登顶抖音国货品牌第一名。
御家汇	7	54	58	-79	415	1040	以线上渠道为主	以线上渠道为主	以线上渠道为主	美妆行业中第一个与抖音签大框架，在抖音全面铺开。
华熙生物	49	40	111	38	10	41	-	四大护肤品牌天猫渠道营收贡献在 50%左右或 50%+	-	-
贝泰妮	57	36	59	58	32	46	线上占比 77% 其中自营/分销占比 72%/28%，分别同增 71%/61%。	线上占比 83% 其中自营/分销占比 76%/24%，分别同增 54%/26%	线上增速预计低于营收总体增速	1Q21 新拓展的抖音/唯品会等渠道增长靓丽。

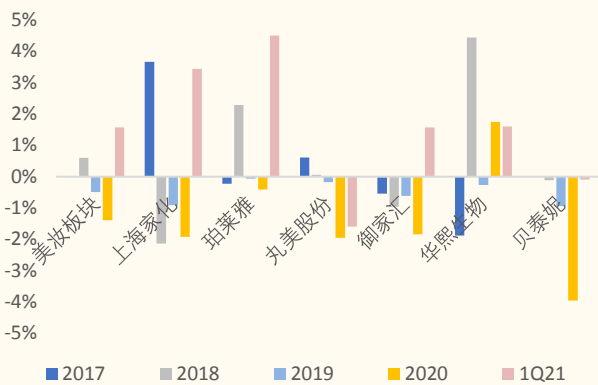
来源：Wind、公司调研、国金证券研究所

■ 盈利性：行业竞争下销售费用投放增多影响盈利性

毛利率方面，2019、2020 年美妆板块毛利率下降，主要为爆款策略/原材料成本上涨/新会计准则（2020 年）所致。1Q21 毛利率普遍提升主要为品牌方多采用提升毛利率对抗销售费用率提升的压力，从而希望保持净利率水平稳定。

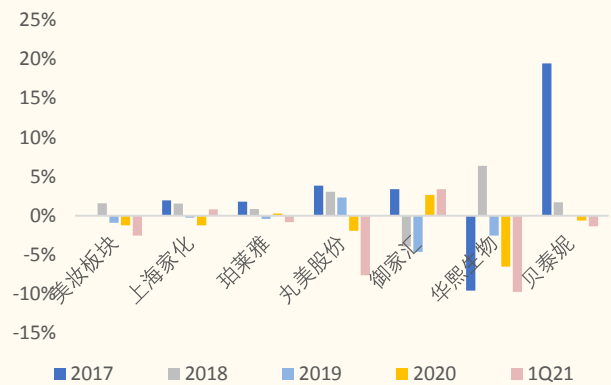
净利率方面，2019、2020 年美妆板块净利率水平持续下降，主要为上海家化、华熙生物下降较多。1Q21 美妆板块净利率水平下降，主要为丸美股份、华熙生物下降较多。美妆板块净利率下降主要原因为：1) 线上流量成本提升，尤其是抖音等新电商平台成本较高；2) 品牌竞争加剧、营销投放增多。

图表 17：美妆板块及个股毛利率水平变动



来源：Wind、国金证券研究所

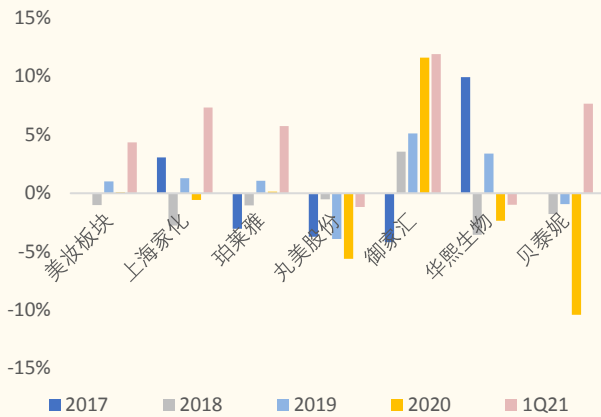
图表 18：美妆板块及个股净利率水平变动



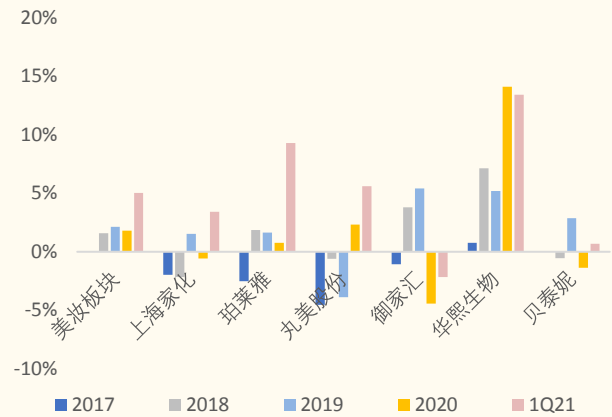
来源：Wind、国金证券研究所

费用率方面，美妆板块近年销售费用率提升较为显著，管理费用率总体呈现下降趋势，部分美妆个股增加研发费用率、主要为行业竞争升级至产品端（以往主要在营销及渠道端）。

图表 19: 美妆板块及个股期间费用率变动幅度



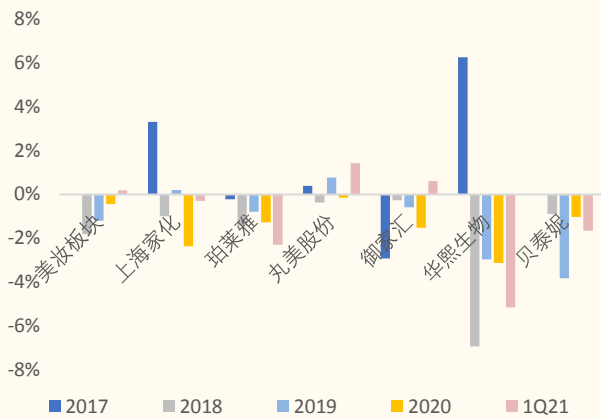
图表 20: 美妆板块及个股销售费用率变动幅度



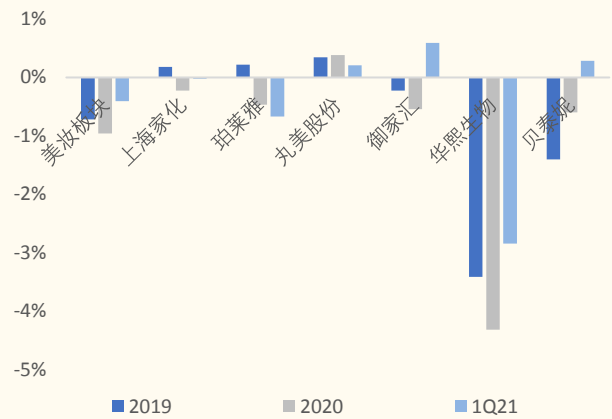
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 美妆板块及个股管理费用率变动幅度



图表 22: 美妆板块及个股研发费用率变动幅度



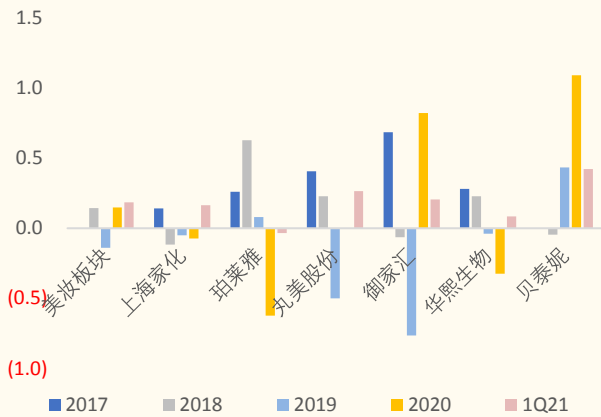
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

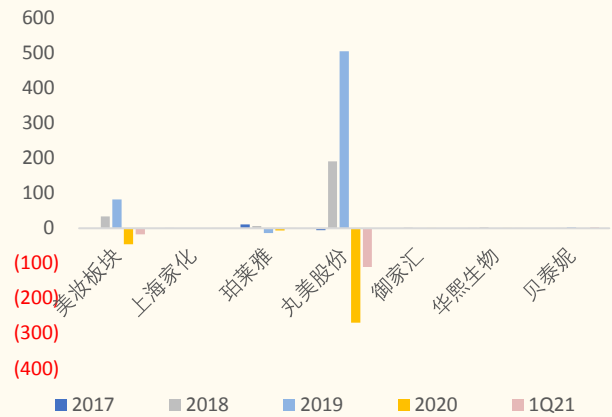
■ 运营性: 存货与应收账款周转总体良好

美妆存货周转率近年波动中, 但总体较为稳定, 2020 年及 1Q21 周转加快; 应收账款周转率 2020、1Q21 有所放缓, 主要为丸美股份线上直营和百货直营渠道应收账款余额未提现及账期未到。

图表 23: 美妆板块及个股存货周转率变动



图表 24: 美妆板块及个股应收账款周转率变动



来源: Wind、国金证券研究所

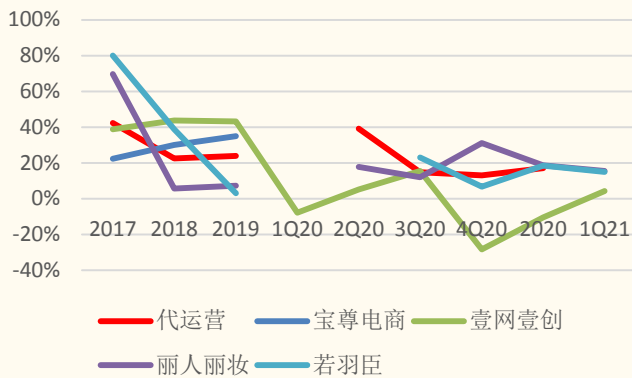
来源: Wind、国金证券研究所

2.3、代运营: 成长性放缓, 需寻求新业绩增长点

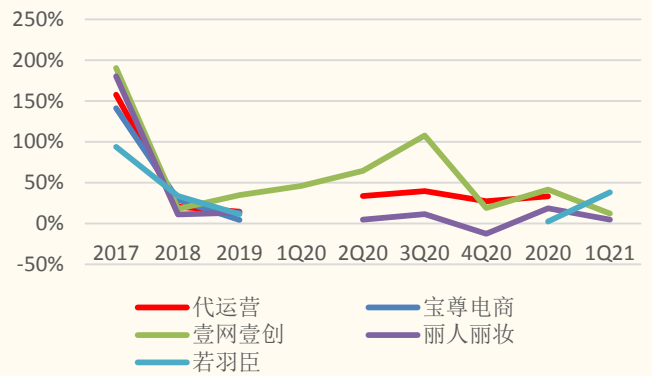
代运营板块近年营收与净利增速有所放缓, 分个股看, 业绩增速放缓有先后, 且放缓的原因各有不同。其中丽人丽妆 18、19 年业绩增速放缓主要为大客户合作关系终止, 网创营收端放缓从 20 年开始, 主要为受到大客户百雀羚合作模式切换影响, 净利从 4Q20 开始放缓, 主要为新业务拓展拖累影响。

而宝尊截止 2020 年仍保持快速增长, 主要为其代运营品类较丰富、多品类运营助力其成长天花板较高。

图表 25: 代运营板块及个股营收同比增速



图表 26: 代运营板块及个股净利同比增速

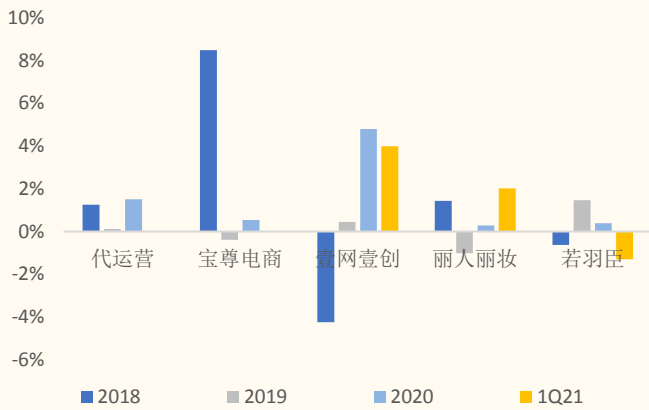


来源: Wind、国金证券研究所 注: 代运营板块未计算 1Q21 同比增速主要为宝尊为港股、不披露季度数据, 下同

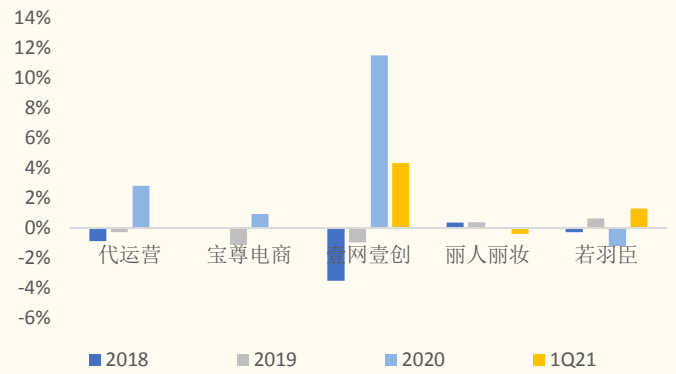
来源: Wind、国金证券研究所

盈利指标看, 壹网壹创毛利率、净利率变化较大, 宝尊电商、丽人丽妆、若羽臣等总体稳健。其中网创毛利率、净利率 2020 年、1Q21 呈现提升态势主要为管理模式业务增长快于营销模式。

图表 27: 代运营及个股毛利率变动幅度



图表 28: 代运营及个股净利率变动幅度



来源: Wind、国金证券研究所

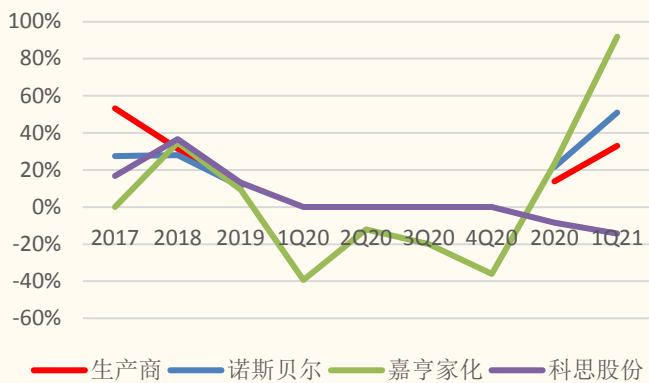
来源: Wind、国金证券研究所

2.4、生产商：寡头诺斯贝尔业绩快速增长，中腰部企业盈利水平持续提升

生产商板块营收与净利近年总体保持快速增长，其中规模体量较小的嘉亨家化、科思股份近年净利率水平持续提升，虽然营收增速不及头部企业诺斯贝尔，但净利增速表现优于诺斯贝尔。

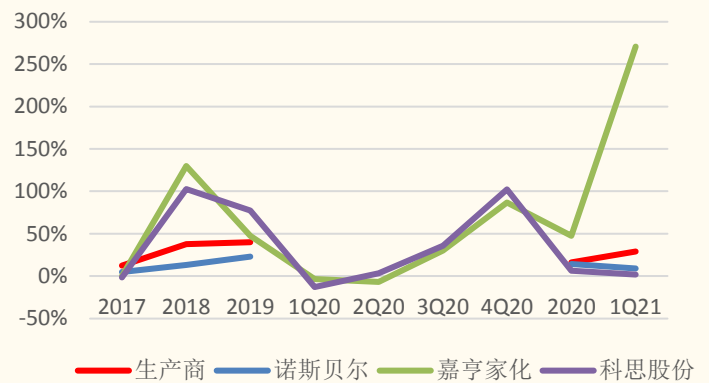
20 年疫情对开工的影响大于需求端，因需求可以由库存及电商渠道等满足，而疫情下开工具有天然的不可抗性，因此 1Q21 诺斯贝尔及嘉亨家化在低基数下均呈现快速增长，营收分别同增 51%、92%，但诺斯贝尔新增产能增加当期摊销致净利仅增 8.77%、嘉亨家化净利同增 270.56%。科思股份 1Q21 业绩承压、营收与净利分别同降 14.35%、1.86%。

图表 29: 生产商及个股营收增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 生产商及个股净利增速

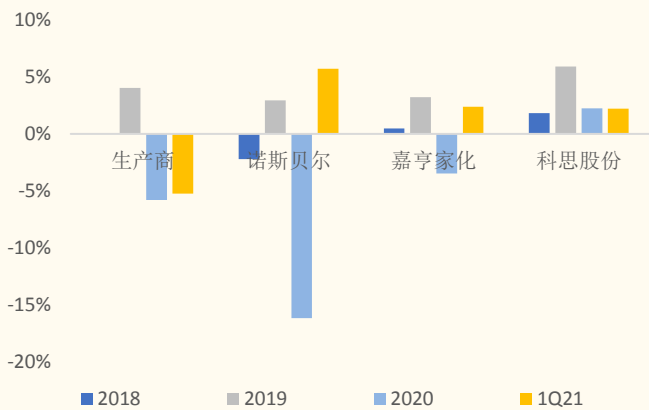


来源: Wind、国金证券研究所

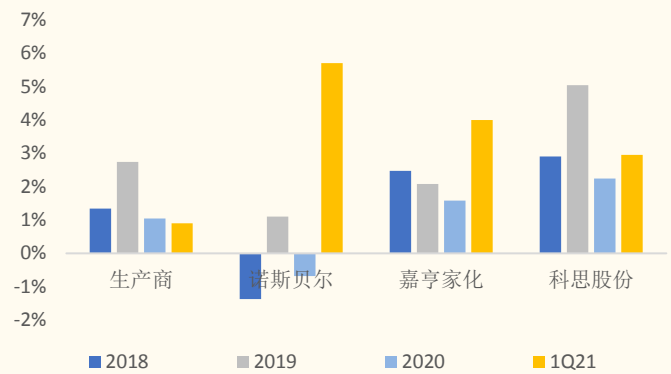
盈利性看，位于头部的诺斯贝尔近年净利率受产品结构以及新增产能投放的影响有所波动，但随着产能释放、利用率提升、净利率水平将改善。

而嘉亨家化、科思股份近年净利率水平持续提升，显示规模效应以及对客户的议价能力提升。

图表 31：生产商及个股毛利率变动幅度



图表 32：生产商及个股净利率变动幅度



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

3、医美行业：行业成长，带动上下游快速增长

3.1、板块总体：成长性优，20 年疫情带来短期波动

本文统计 8 家医美板块相关上市公司（截止 2020 年年报未披露医美营收情况的未纳入统计，具体跟踪名单请见后文附录图表 54），覆盖上游耗材商（如爱美客、华熙生物、昊海生科等）、中游服务商（新氧）、下游医美终端（朗姿股份、华韩整形、瑞丽医美、医美国际等）。

因部分 A 股医美个股医美业务仅为一部分业务、1Q21 未披露细分医美业务数据，以及港股/美股医美个股不披露季度数据，1Q21 数据相对较少，下文以分析 20 年业绩总结为主。

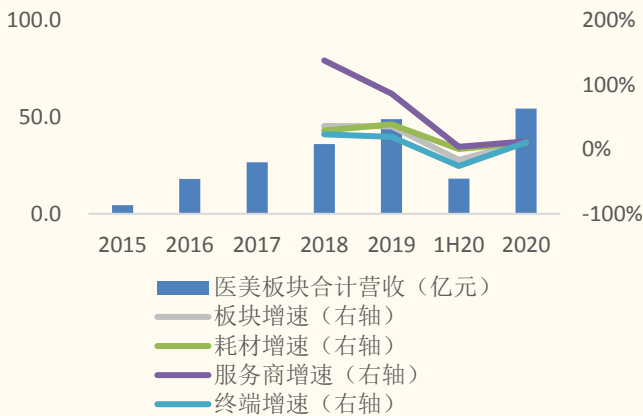
3.1.1、成长性：20 年疫情对全产业链均有影响，影响程度中游服务商>下游终端>上游耗材

营收端：医美板块景气，18、19 年板块营收增速超 30%，20 年上半年受疫情影响增速有所放缓，1H20 营收同降 16.14%、下半年随着疫情逐步得到控制，20 年全年营收同增 11.22%。

板块对比来看，其中受疫情影响最大的为中游服务商、其次为下游终端、影响最小的为上游耗材商。

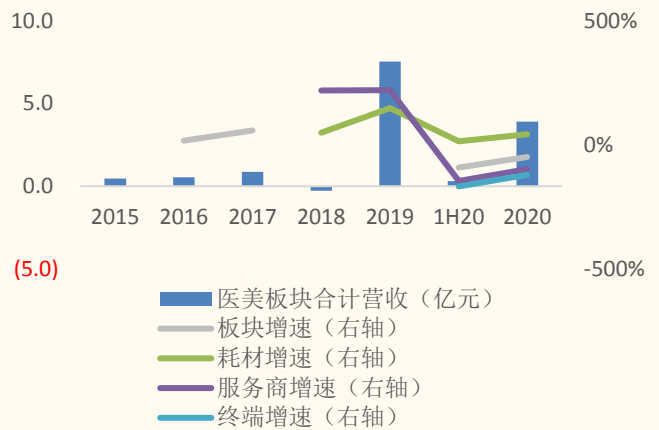
净利端：医美净利端表现弱于收入端，主要为下游医美终端盈利能力分化以及服务商疫情冲击及行业竞争加剧盈利水平下降等、拖累板块总体表现。上游耗材获益行业高门槛、盈利水平较高，净利增速高于收入。

图表 33: 医美板块营收及同比增速



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 医美板块净利及同比增速



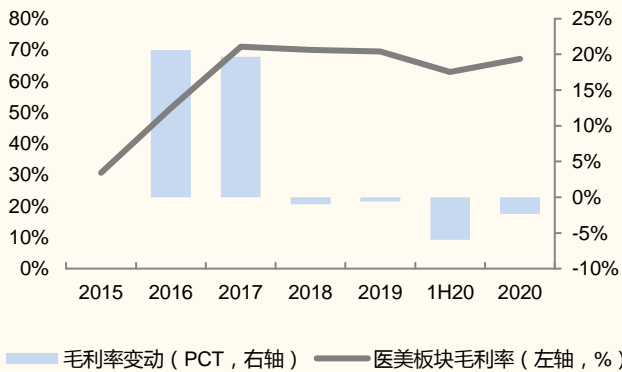
来源: Wind、国金证券研究所

3.1.2、盈利性: 近年总体提升, 20 年波动、主要为服务商及终端分化拖累

毛利率方面, 医美板块 18 年以来毛利率下降, 20 年下降幅度增加、主要为疫情影响。

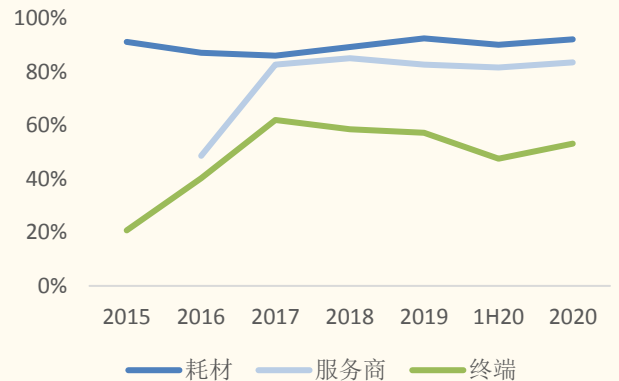
分版块看, 1) 下游终端毛利率近年持续下降, 主要为为了增加引流、提供更具有价格吸引力的产品以及医护人员的成本提升等所致。2) 中游服务商毛利率 2015~2017 年持续提升, 主要为模式理顺、议价能力提升, 但 18、19、20 年毛利率有所下降, 主要为互联网巨头入局以及新营销方式不断涌现, 行业竞争加剧。3) 上游耗材毛利率总体稳健。

图表 35: 医美板块毛利率及同比变动幅度



来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 医美子版块毛利率



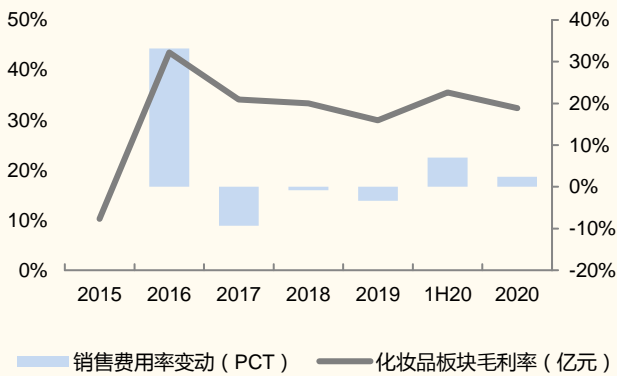
来源: Wind、国金证券研究所

费用率方面, 板块期间费用率近年总体呈现下降趋势, 2020 年疫情影响下略有提升。

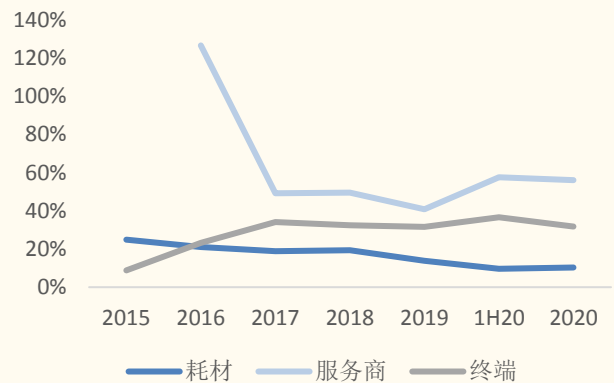
分版块看, 中游服务商费用率水平较高、其次为下游终端、耗材的销售费用率水平较低。

从变化趋势上看, 2019 年及以前服务商及耗材商费用率呈现下降趋势, 主要为收入快速发展、规模效应凸显, 进入 20 年服务商费用率提升、但耗材商费用仍继续下降; 而终端费用率 2015~2017 年持续提升、18、19 年有所持平、显示引流费用压力有所缓解, 20 年疫情下有所回升。

图表 37: 医美板块销售费用率及变动幅度



图表 38: 医美子版块销售费用率



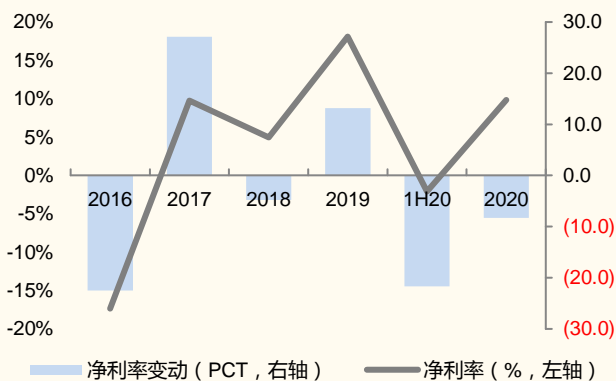
来源: Wind、国金证券研究所 注: 因会计准则不同, 港股及美股不披露期间费用率, 此处分析销售费用率。

来源: Wind、国金证券研究所

净利率, 医美板块近年净利率水平总体改善, 20 年疫情带来短期波动。

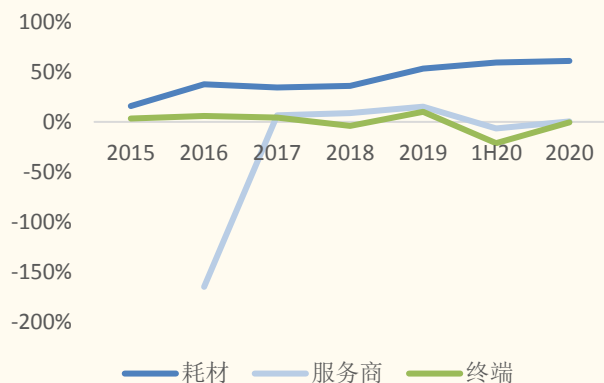
分版块看, 1) 上游盈利水平持续提升; 2) 中游服务商盈利水平持续提升, 2020 年受到疫情影响及行业竞争加剧, 净利率水平下降至 0.38%; 3) 下游终端个股盈利水平表现分化拖累子版块盈利水平总体下降。

图表 39: 医美板块净利率及同比变动幅度



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 医美子版块净利率



来源: Wind、国金证券研究所

3.2、子板块: 疫情影响各异, 子版块个股表现分化

3.2.1、耗材: 20 年疫情下个股表现分化, 爱美客获益嗨体拉动仍快速增长

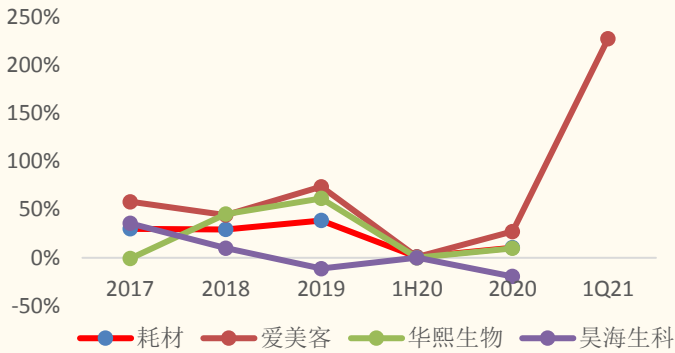
营收端: 耗材子版块营收增速近年均在 35%+, 20 年受疫情影响放缓至 11.22%、其中疫情影响主要集中在上半年, 1H20 营收同降 16.14%。

个股来看, 爱美客成长性优于同业, 20 年受疫情影响程度也弱于同业的华熙生物、昊海生科等。20 年爱美客、华熙生物、昊海生科医美业务营收分别同增 27.18%、同增 9.70%、同降 19.46%, 其中爱美客营收仍维持快速增长, 主要获益于嗨体、以嗨体为核心的溶液类注射剂收入 4.5 亿元, 同比增长 83%, 而凝胶类注射产品 (爱芙莱/爱美飞/宝尼达/逸美一加一) 收入 2.5 亿元、受疫情影响同比下滑 19%。

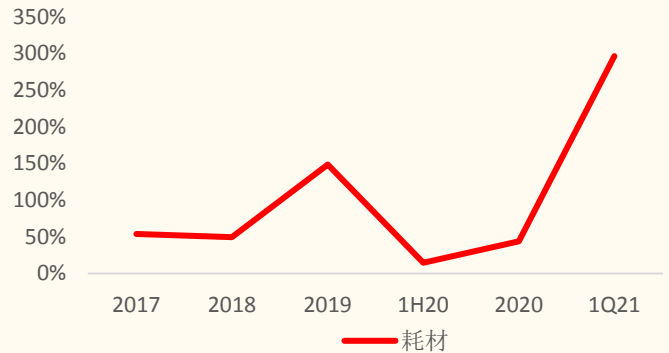
1Q21 爱美客在上一年低基数下营收、净利分别高增 227.52%、296.50%。

净利端：由于华熙生物、昊海生科未单独披露医美业务净利，因此耗材子版块净利仅统计爱美客。爱美客净利近年持续快速增长、增速高于收入、主要获益净利率水平持续提升。

图表 41：耗材子版块及个股营收增速



图表 42：耗材子版块及个股（爱美客）归母净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

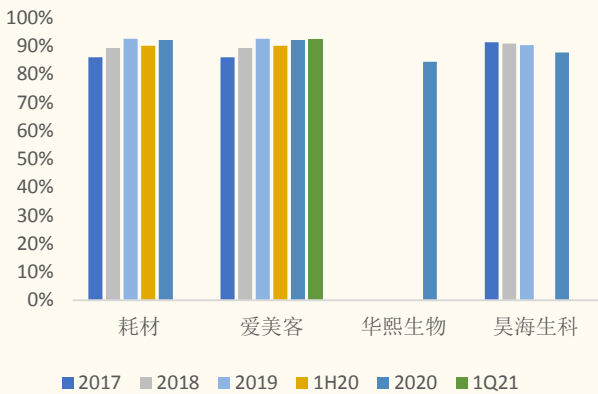
来源：Wind、国金证券研究所

注：华熙生物、昊海生科未单独披露医美业务净利

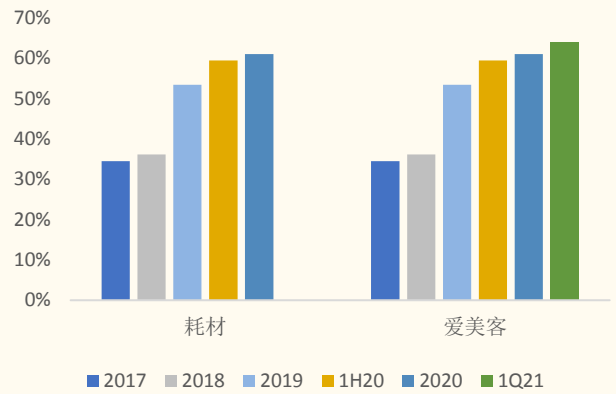
毛利率：板块毛利率总体受爱美客影响较大，昊海生科医美业务毛利率总体呈现下降趋势，主要为玻尿酸领域竞争日趋激烈。爱美客 17~19 年毛利率持续提升，20 年毛利率略降主要为产品结构变化带来成本价上升。1Q21 爱美客毛利率同比提升 2.67PCT 至 92.50%。

净利率：华熙生物、昊海生科未披露医美业务净利率，爱美客净利率水平近年持续提升，一方面获益于毛利率水平提升/稳健，另一方面主要获益于收入快速增长、费用率持续下降。爱美客 20 年、1Q21 净利率水平分别为 60.98% (+8.43PCT)、65.84% (+11.45PCT)。

图表 43：耗材子版块及个股毛利率



图表 44：耗材子版块及个股净利率



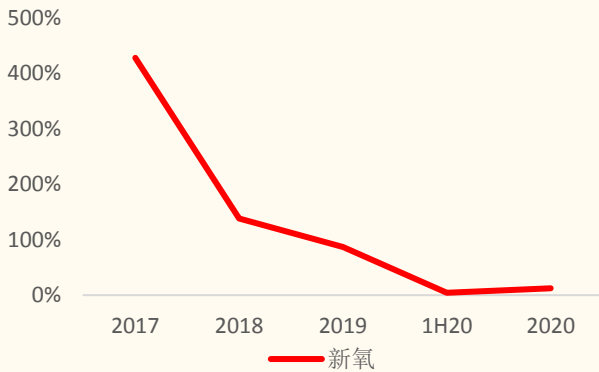
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

3.2.2、服务商：20 年疫情影响叠加行业竞争加剧，盈利能力承压

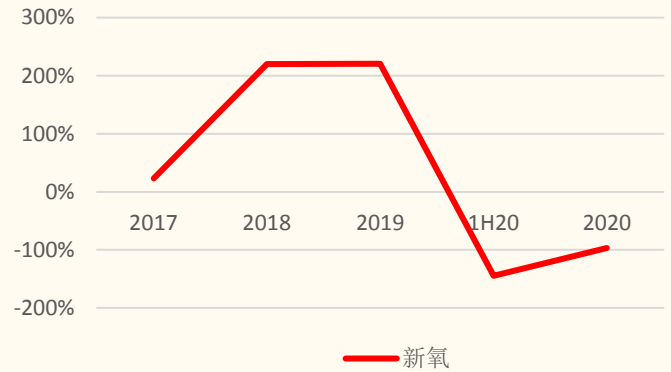
服务商目前上市公司主要为新氧（美股）。从成长性看，新氧 2019 年以前业绩持续快速增长，2020 年受疫情影响较大，营收与净利增速分别放缓至 12.45%、-96.17%。

图表 45: 服务商-新氧营收增速



来源: Wind、国金证券研究所

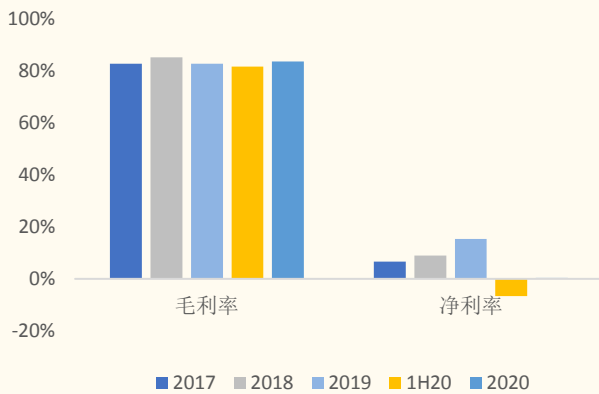
图表 46: 服务商-新氧净利增速



来源: Wind、国金证券研究所

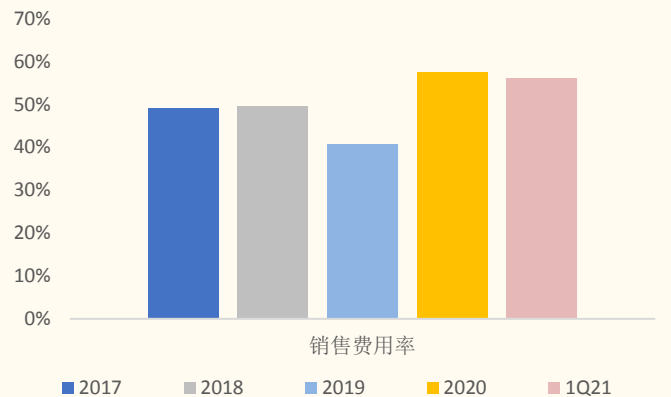
2020 年新氧净利表现弱于收入, 主要为销售费用压力较大、毛利率总体较为稳健, 净利率水平下降。2020 年销售费用率同比提升 15PCT 至 56.09%、净利率同比下降 15PCT 至 0.38%。预计销售费用率提升较多主要为疫情影响以及行业竞争加剧。

图表 47: 服务商-新氧毛利率、净利率



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 服务商-新氧销售费用率



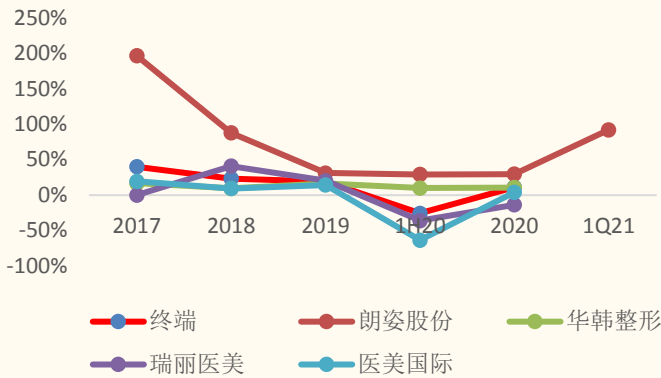
来源: Wind、国金证券研究所

3.2.3、终端: 个股成长、销售费用率、盈利表现分化

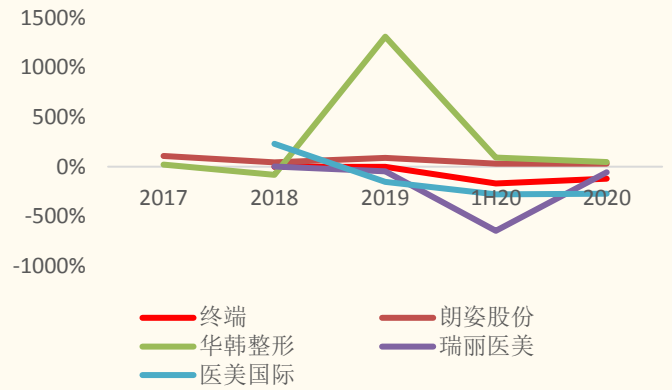
近年医美终端营收增速有所放缓, 主要为部分个股早年通过并购进入医美行业、增速较高。20 年疫情下板块总体营收增速进一步放缓, 其中个股表现分化, 朗姿股份医美业务营收同增 29.46%、华韩整形同增 10.43%、瑞丽医美同降 13.92%、医美国际同增 3.74%。1Q21 朗姿股份医美业务营收 2.59 亿元、同增 92.03%。

18 年医美终端板块净利出现亏损、主要为医美国际个股拖累, 2019 年实现扭亏为盈、主要为医美国际实现扭亏为盈, 2020 年医美板块净利大幅下滑主要为疫情下个股表现分化、其中医美国际出现亏损。

图表 49：终端子版块及个股营收增速



图表 50：终端子版块及个股净利增速



来源：Wind、国金证券研究所

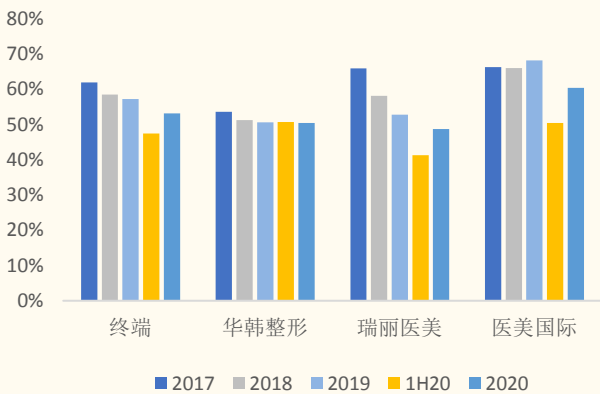
注：上图朗姿数据实际为其医美业务数据，下同。

来源：Wind、国金证券研究所

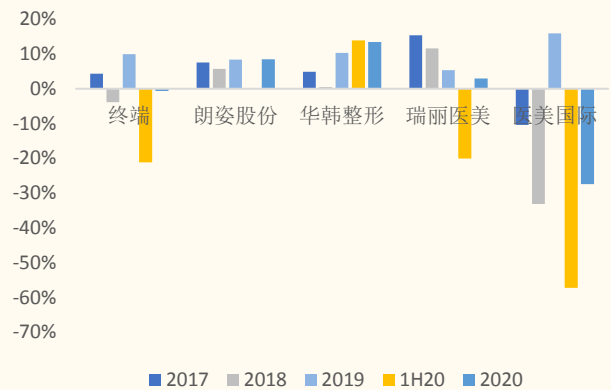
板块毛利率近年持续下降，主要为行业竞争加剧、终端增加引流提供高性价比的产品服务以及医护人员成本提升所致。

板块净利率水平近年总体下降，其中个股表现分化，朗姿股份医美净利率水平总体稳健、华韩整形净利率水平持续提升，瑞丽医美及医美国际等净利率水平下降。

图表 51：终端子版块及个股毛利率



图表 52：终端子版块及个股净利率

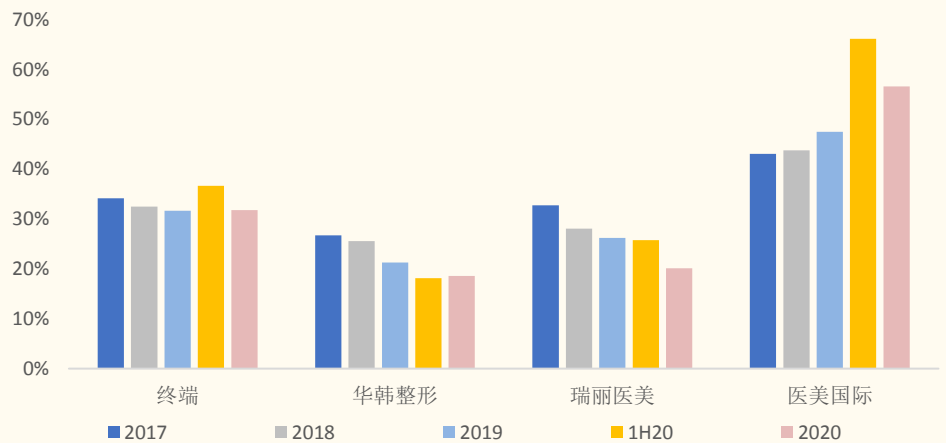


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

个股净利率水平变化的差异主要为销售费用率的变化。净利率水平持续提升的华韩整形销售费用率持续下降，而净利率水平总体下降的瑞丽医美及医美国际等销售费用率持续提升。

图表 53：终端子版块及个股销售费用率



来源：Wind、国金证券研究所 注：朗姿股份未单独披露医美业务销售费用率

4、投资建议

4.1、化妆品：优选细分子版块优质标的

各细分板块的成长性与所在的细分行业景气度、行业成长周期具有较强的相关性，如美妆子行业景气度高于个护子行业、化妆品行业中线上渠道景气度高于线下渠道。主要结论有：

- 1) 美妆板块成长性优于个护、同时品牌成长受需求/渠道/营销等趋势变迁影响、个股表现分化较为显著。
- 2) 以线上为主的代运营成长性优于线下渠道商、但代运营具有一定的生命周期，发展受限于优势品类/客户类型/电商平台。
- 3) 生产商短期看疫情对开工影响大于需求端，中期看业绩稳健性优于品牌商，长期看目前仍处于成长期、期待多个本土寡头诞生。

推荐关注细分子版块优质标的：

- 1) 品牌商：分享功效性护肤品细分景气赛道红利、占据龙头地位、未来增长确定性最强的**贝泰妮**；品牌综合运营能力出色、业绩持续兑现的**珀莱雅**；主品牌持续修复、加强研发/增强产品力、逐步减弱对贴片式面膜业务依赖、新锐品牌持续升级期待贡献业绩、代理业务规模效应下营收与净利端持续放量的**水羊股份**等；调整效果持续显现，多个品牌陆续恢复正向增长、齐头并进发展势头良好，多品牌运营能力逐步得到验证的本土化妆品龙头**上海家化**。
- 2) 生产商：新锐品牌兴起及国际品牌加强本土化运作利好优质本土化妆品生产商**青松股份**，且上游优质制造资源获下游客户追捧、具一定稀缺性应享有一定估值溢价；中腰部生产商获益行业成长，规模效应下净利率水平持续提升，成长性优的**嘉亨家化**。
- 3) 代运营商：积极拓展店播、直播等新业态、孵化健康代餐自有品牌、虽影响短期业绩但打开长期发展空间的**壹网壹创**。

4.2、医美：关注上游产品驱动优质标的、下游盈利水平较强的区域性连锁龙头

20 年疫情对医美行业带来影响，其中服务商受疫情最大、其次为终端、上游受影响最小。21 年板块总体在低基数下全年有望提速增长，推荐上下游业绩有望持续向好/好转的标的。

上游业绩主要依托产品驱动，尤其是传统玻尿酸领域竞争相对激烈、新品驱动作用逐渐凸显。推荐嗨体销售靓丽、童颜针预计上市贡献增量以及多款产品储备贡献中长期发展的**爱美客**、21年发力医美市场、计划将润致打造成国内第一医美品牌的**华熙生物**。

下游行业格局分散、盈利水平层级不齐，但区域性头部连锁医美机构近年盈利水平持续提升，建议关注下游区域性连锁龙头，如**朗姿股份**、**华韩整形**。

5、风险分析

5.1、化妆品

■ 新品销售不及预期

化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

■ 营销投放不及预期

化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期、将影响其成长性与盈利性。

■ 抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现

抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。

■ 代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动

代运营商与生产商业绩均依托客户拓展，若短期大客户战略调整、终止合作将给代运营商及生产商带来短期业绩波动。

5.2、医美

■ 上游新品孵化不及预期

医美上游企业业绩由产品驱动，若新品孵化不及预期，将影响企业长期成长性。

■ 上游行业竞争加剧、成长性不及预期

上游行业门槛相对较高，但高盈利性吸引参与者增多，行业竞争加剧将影响企业的成长性。

■ 下游医美医疗事故风险

大型医美医疗事故将对医美终端公司医美品牌声誉造成影响、进而影响医美业务发展，给短期业绩带来波动。

■ 下游医美管理不及预期、盈利水平下降

新医美终端需要一定的资金投入改造以及一定的周期培育（客户资源积累、团队成员磨合等），可能会给短期业绩带来一定的拖累，同时若管理不及预期、盈利水平以及规模效应无法得到提升/体现、将对总体业绩带来长期拖累。

6、附录

图表 54：化妆品行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
美妆	600315.SH	上海家化	代运营	BZUN.O	宝尊电商
	603605.SH	珀莱雅		300792.SZ	壹网壹创
	603983.SH	丸美股份		605136.SH	丽人丽妆
	300740.SZ	御家汇		003010.SZ	若羽臣
	688363.SH	华熙生物	生产商	300132.SZ	青松股份
	300957.SZ	贝泰妮		300955.SZ	嘉亨家化
个护	603630.SH	拉芳家化	渠道商	300856.SZ	科思股份
	002919.SZ	名臣健康		002094.SZ	青岛金王

来源：Wind、国金证券研究所

图表 55：医美行业样本公司列表

行业	代码	公司	行业	代码	公司
医美耗材	300896.SZ	爱美客	医美终端医疗机构	002612.SZ	朗姿股份
	688363.SH	华熙生物		430335.NQ	华韩整形
	688366.SH	昊海生科		2135.HK	瑞丽医美
医美服务商	SYO	新氧		AIH.O	医美国际

来源：Wind、国金证券研究所

注：1) 上游耗材四环医药、华东医药等未列入其中，主要为四环医药未披露医美业务营收，华东医药从 20 年开始披露国内医美业务营收、无历史数据。
 2) 下游终端未纳入苏宁环球、奥园美谷，主要为苏宁环球未单独披露医美业务营收，奥园美谷 21 年收购医美标的进入医美行业，无历史数据。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402