

贝泰妮 VS 珀莱雅 VS 丸美

2021 年 6 月跟踪，化妆品产业深度梳理

2020 年，中国美容个护产品市场达到 5095 亿元，成为全球第二大化妆品市场。我国市场 2014-2020 年复合增速为 11.35%，2020 年同比增长 6.67%，世界、美国、日本同期增速分别为-2.68%、-0.78%、-7.94%。

可见，化妆品行业受卫生事件冲击有限，行业景气度较好。

为了对这条产业链有更深入的认识，在做研究之前，我们还专门到上海奉贤的“东方美谷”做专题调研。这里，被誉为“中国化妆品产业之都”，涵盖了化妆品、生物制药以及食品等“美丽健康”相关领域的产业集群。

坐标上海奉贤区，东方美谷，集聚了不少行业龙头公司和创新公司。化妆品领域，有国内外知名品牌资生堂、爱茉莉，国货品牌百雀羚、伽蓝、上美、一叶子等，以及外资 OEM 巨头莹特丽、科丝美诗等。

目前，东方美谷持证的化妆品生产企业数量，达到全市化妆品行业的35%；规模以上企业总产值，占比达到全市化妆品行业的41%。未来的目标是，产值力争超400亿。



图：东方美谷入驻企业

来源：塔坚研究

在东方美谷做完调研后，我们也加深了一些行业理解。所以，今天，我们就开始化妆品产业链的系列研究。

今天，我们研究的代表龙头，分别为：贝泰妮 VS 珀莱雅 VS 丸美股份。

从机构预测情况来看：

贝泰妮——根据 wind 机构一致预测，2021-2023 年收入大约为 38.62 亿元、53.02 亿元、70.04 亿元，同比增长 46.48%、37.3%、32.1%。根据其历史半年报占年报比例（35.74%）计算，2021 年中报至少要达到 13.8 亿元，才能符合市场预期。

珀莱雅——根据 wind 机构一致预测，2021-2023 年收入大约为 47.13 亿元、57.98 亿元、70.21 亿元，同比增长 25.61%、23.03%、21.07%。根据其历史半年报占年报比例（41.18%）计算，2021 年中报至少要达到 19.41 亿元，才能符合市场预期。

丸美股份——根据 wind 一致预测，2021-2023 年收入大约为 21.61 亿元、25.51 亿元、29.46 亿元，同比增长 23.83%、18.06%、15.48%。根据其历史半年报占年报比例（45.67%）计算，2021 年中报至少要达到 9.87 亿元。

看到这里，我们需要思考的是：

1) 各家化妆品龙头的数据变动，究竟是什么原因？

2) 化妆品行业里，关键经营数据是什么？背后反映了什么产业趋势？

(壹)

首先，对于化妆品行业这几家代表公司，来了解一下他们的业务结构情况：

贝泰妮——以化妆品为主，专注于**敏感肌产品**的开发，旗下核心品牌为“薇诺娜”（产品线齐全，涵盖护肤品类、彩妆类、医疗器械等几大类），此外还拥有 Winona Baby”、“Beauty Answers”、“痘痘康”以及“资润”品牌等。2020 年化妆品收入 24.26 亿元，占比 92%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

品牌 LOGO	品牌	品牌定位	主要产品
	薇诺娜 WINONA	敏感肌肤护理和修饰	护肤品类：霜、护肤水、面膜、精华、乳液等 彩妆类：隔离霜、BB 霜、卸妆水等 医疗器械类：透明质酸修护生物膜、透明质酸修护贴敷料等
	薇诺娜宝贝 WINONA Baby	专业婴幼儿护理	霜
	痘痘康	痘痘肌肤护理	霜、面膜泥等
	Beauty Answers	高端皮肤修护	护肤水、面膜、精华等
	资润 ZIRUN	干燥性皮肤护理	护肤品类：霜 医疗器械类：透明质酸修护生物膜

图：产品情况

来源：光大证券

珀莱雅——化妆品为核心业务，且以护肤类产品为主，定位大众平价。旗下主要拥有“珀莱雅”（大众精致护肤品牌）、“悦芙媿”（大众精致护肤品牌）、“彩棠”（彩妆品牌）、“INSBAHA”（彩妆品牌）、“CORRECTORS”（高功效护肤品牌）等。2020 年，护肤类产品收入 32.42 亿元，占比 86.4%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

品牌名称	获得时间	特点	获得方式	产品范围	定位
珀莱雅/PROYA	2003	海洋科技护肤	自主孵化	护肤/彩妆	大众
优资莱/UZERO	2009	茶养护肤	自主孵化	护肤	平价
悠雅/YOYA	2009	轻彩妆	自主孵化	彩妆/护肤	大众
韩雅/ANYA	2009	高功能护肤	自主孵化	护肤	大众
猫语玫瑰/CATSROSES	2012	少女彩妆	自主孵化	彩妆/护肤	大众
悦芙媿/hapsode	2016	纯真/现代/有趣	自主孵化	彩妆/护肤	平价
INSBAHA/印彩巴哈	2018	少女/时尚/潮流	自主孵化	彩妆	大众
Y.N.M./优妮蜜	2018	多彩个性	合伙	彩妆	平价
彩棠/TIMAGE	2019	为中国面孔定制	合伙	彩妆	大众
WYCON	2019	高性价比	代理销售	彩妆	平价
宝弘/Boiron	2019	婴幼儿/植物	代理销售	护理	大众
璞医香/Puressentiel	2019	药妆/精油/植物	代理销售	护理	大众
圣歌兰/SINGULADERM	2019	中高端/抗衰老	代理销售	护肤	中端
MUA	2019	英系国民平价彩妆	代理销售	彩妆	平价
欧树/NUXE	2020	精油/植物	代理销售	护理	中端

图：珀莱雅产品矩阵

来源：西部证券

丸美——前期主打**眼部护肤类**产品为主，近两年其他护肤类产品收入上升迅速。旗下拥有丸美（抗衰中高端护肤）、春纪（大众化护肤）、恋火（彩妆）三个品牌。2020年护肤类收入9.01亿元，占比51.66%；眼部护肤类收入6.31亿元，占比36.14%。



图：收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

品牌	品类	定位	核心年龄层	价格 (元)	主要产品系列
丸美	护肤	定位中高端，以眼部护理为突破口，致力于打造满足知性女性肌肤综合需求的护肤方案。	25-45岁	50-600	主要产品系列： <ul style="list-style-type: none"> 弹力蛋白系列 弹力蛋白凝视紧致系列 雪花花纯净保湿系列 白色之恋系列 巧克力丝滑系列 氧气泡泡系列 BB新肌系列 多肽蛋白系列
春纪	护肤	定位大众化护肤，以天然食材养肤为理念，旨在为青春女性打造天然护肤方案。	18-35岁	30-200	主要产品系列： <ul style="list-style-type: none"> 五谷黑白米双效美白系列 动感透白系列 菁纯嫩滑系列 弹力娇嫩系列 杨梅水漾保湿系列
恋火	彩妆	以“自信时尚”为内涵的彩妆品牌。	18-40岁	50-300	主要产品系列： <ul style="list-style-type: none"> 美妆系列 唇妆系列 底妆系列

图：产品矩阵

来源：万联证券

以上来看，各家主打护肤类产品，但侧重点各不相同。贝泰妮侧重敏感肌功能性护肤、珀莱雅打造大众护肤产品、丸美则以眼部护理为核心打开大众、中高端护肤品。

价格区间方面，看各家爆款产品，丸美的眼霜和精华价格一般在348-498元。贝泰妮和珀莱雅的爆款价位在260-330元之间，两者差异不是很大，但明显低于丸美。

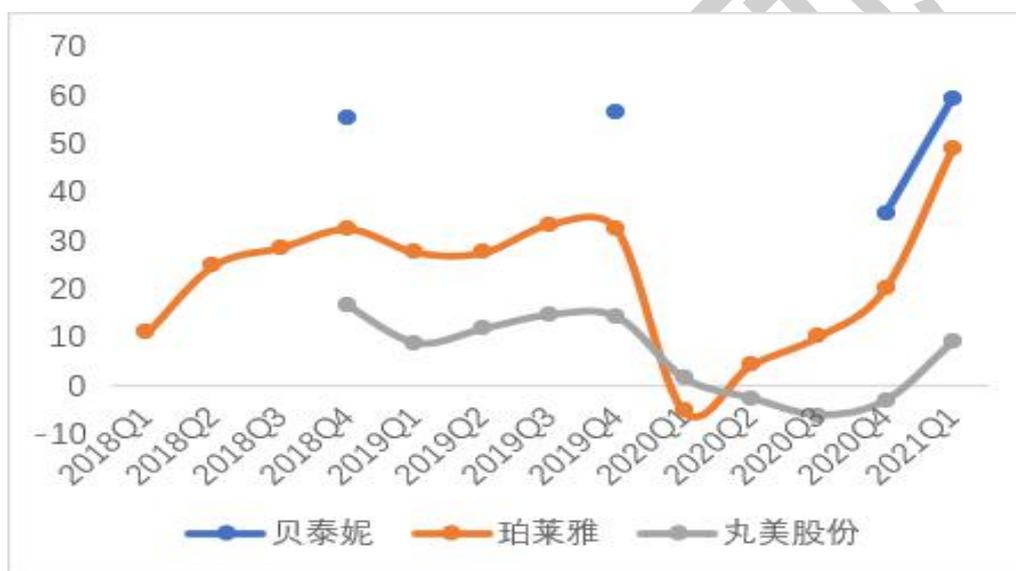
	明星单品	价格
贝泰妮	薇诺娜舒敏特护霜	268元
	舒敏保湿修护精华液	298元
珀莱雅	红宝石精华	329元
	双抗精华	269元
丸美	小红笔眼霜	348元
	小红蝎精华	498元

图：爆款价格对比

来源：塔坚研究

(贰)

这里，我们先大致对各家历史季度的收入增速、归母净利润增速有个大致了解：（注：由于贝泰妮刚上市不久，因而可比数据披露较少）



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究



图：季度归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从季度收入增速来看——贝泰妮、珀莱雅的整体收入增速要高于丸美。并且，卫生事件后，珀莱雅、贝泰妮的收入增速恢复快，而丸美收入增速直至 2021Q1 才回正。

这主要是因为他们的销售渠道差异，珀莱雅和贝泰妮以线上渠道为主，线上渠道占比分别约为 70%、80%，而丸美的线上渠道占比约 54%，线下渠道如日化专营和百货渠道明显承压，因而增长恢复较慢。

不过，卫生事件之前，三者的收入增速都在 30%-70%之间，说明行业增长景气度、内生增长驱动力较高。

2019 年以来，全行业线上持续 40%左右高增长，卫生事件下仅 2020Q1（1.46%）出现放缓，二季度（10.15%）开始增速便能修复至双位数，到 2021Q1 增速至 41.4%，恢复显著。根据欧瑞预计，未来几年化妆品行业规模仍有双位数增幅。

(叁)

接着，我们将三家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据：

2021Q1	收入	收入增速	归母净利润	归母净利润增速	毛利率	净利率
贝泰妮	5.07	59.32	0.79	45.83	78.14	15.57
珀莱雅	9.05	48.88	1.10	41.38	64.41	11.8
丸美股份	4.04	9.12	1.00	-15.75	63.91	24.47

图：2021Q1 业绩情况

来源：塔坚研究



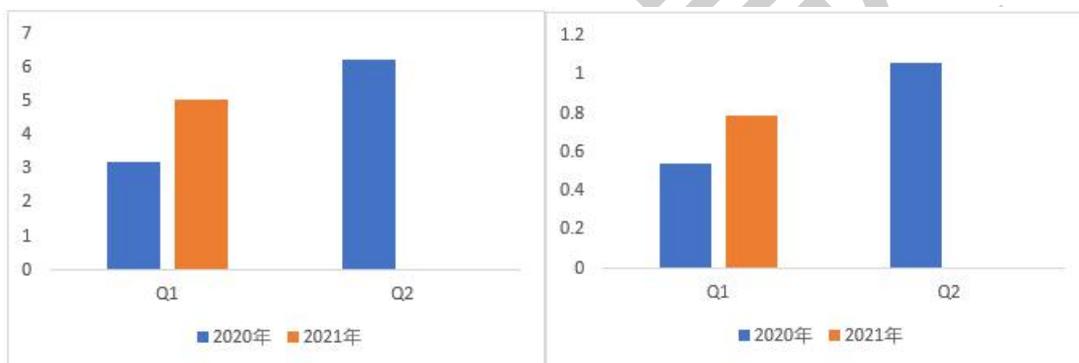
图：2021Q1 收入、归母净利润 (单位：亿元)

来源：塔坚研究

2021 年一季报显示,收入规模上,珀莱雅(9.05 亿元) > 贝泰妮(5.07 亿元) > 丸美股份 (4.04 亿元) , 收入增速上, 贝泰妮 (59.32%) > 珀莱雅 (48.88%) > 丸美股份 (9.12%) 。具体来看:

贝泰妮——2021Q1，收入为 5.07 亿元，同比增长 59.32%；归母净利润为 0.79 亿元，同比增长 45.83%。

2021Q1 收入增速较高，是因为线上销售渠道得益于针对性宣传推广的投入，持续保持强势增长。同时，归母净利润也受收入提升影响，增幅较高。



图：单季度收入（左）归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

珀莱雅——2021Q1 收入为 9.05 亿元，同比增长 48.88%；归母净利润 1.1 亿元，同比增长 41.38%。

收入方面，2020Q4-2021Q1 大幅上升主要是因为线上渠道爆发，珀莱雅品牌实行大单品战略，2019 年推出的“双抗精华+红宝石精华”系列销售占比约 20%。

此外，彩妆品牌发展迅速，乘借国货彩妆市场的高景气增长（国货彩妆推新快且单价低，线上渠道布局早）。据德勤大数据研究院数据，2019 年天猫平台国产彩妆 GMV 占比达 61%，远超出海外品牌。

天猫平台国产彩妆品牌GMV (2017.01-2020.04)

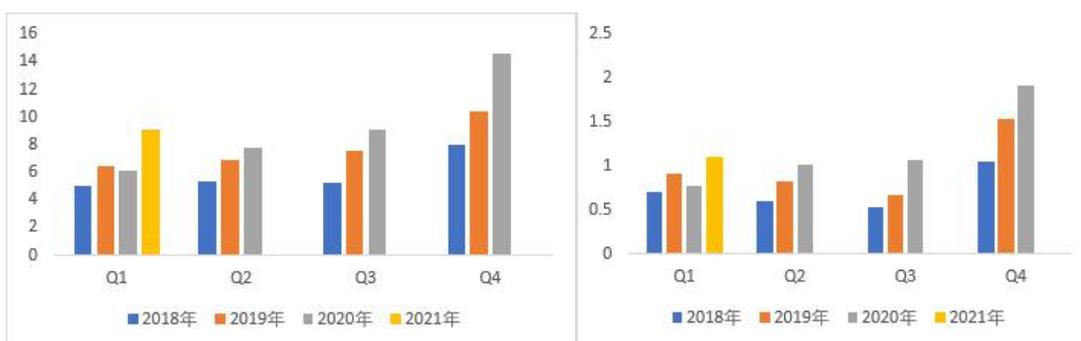
单位: 亿元



图：天猫国货彩妆 GMV 情况

来源：方正证券

归母净利润方面，受益于收入大幅增长，同时规模效应使得管理费用有所下降，利润增长。



图：单季度收入（左） 归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

丸美股份——2021Q1 收入为 4.04 亿元，同比增长 9.12%；归母净利润 1 亿元，同比增长-15.75%。

2020Q2-Q3 收入下滑，主要受卫生事件影响，百货、日化等线下渠道业绩承压。

归母净利润方面，2020Q4 净利润持续下滑一方面收入增长放缓，另一方面是公司积极推动品牌年轻化、高端化，对线上线下推广投入较多。

2019Q3 归母净利润增长高一方面是线上渠道上的快速发展，销量收入增加。其高端抗衰系列“丸美东京”，相继推出日本酒御龄冰肌系列、日本花弹润娇嫩系列，助推业绩增长，提升品牌高端形象；另一方面费用控制较好。



图：单季度收入（左）归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

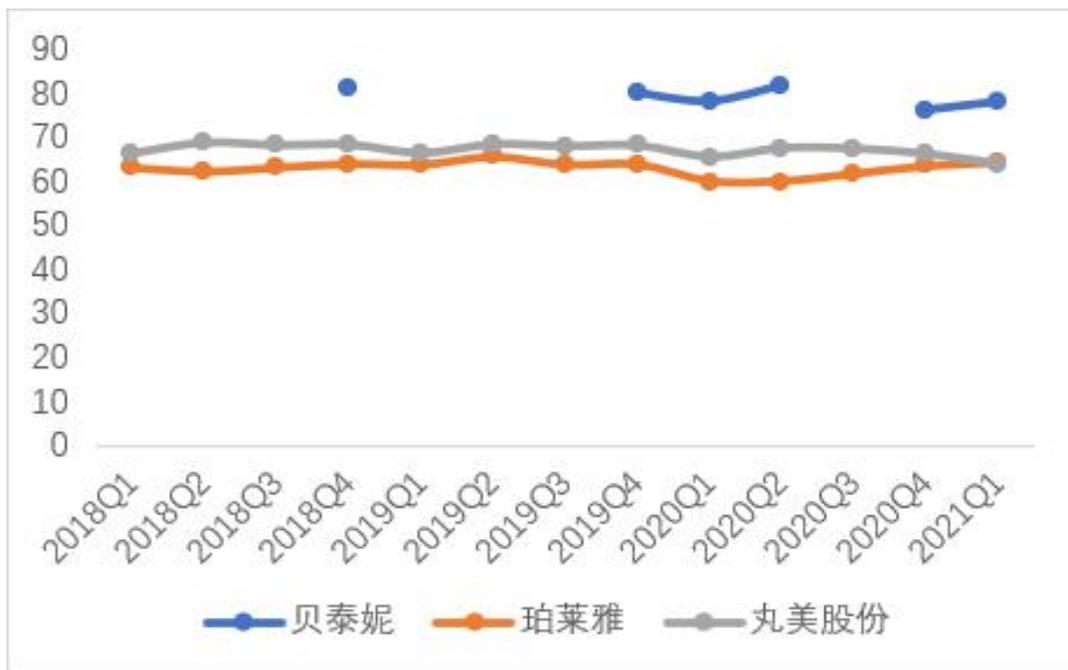
整体来看，卫生事件对于线下渠道占比较高的丸美影响较大，贝泰妮、珀莱雅受影响小，增长恢复快。

不过，卫生事件对于大部分线下经销为主的公司冲击实属正常，但值得注意的是，同样受卫生事件影响严重的、以餐饮经销渠道为主的海天味业，2020年Q1却仍然能逆势正增长。

这是因为，其加大经销商铺货力度，同时，进一步推进渠道下沉，加速了乡镇渠道的开拓，经销商净增加301家，对冲了卫生事件的不利影响。这说明，一方面，其对于下游经销商话语权强，另一方面，管理层快速应对危机的管理能力强，具备逆周期经营的“反脆弱性”。

（肆）

看完增长之后，我们再来对比一下各家的盈利能力。先是历史季度的毛利率、净利率的变化：



图：季度毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率方面，依次是：贝泰妮 > 丸美股份 > 珀莱雅。

贝泰妮的高毛利率在于：1) 其产品薇诺娜属于皮肤学级化妆品，受到医生推荐，药房渠道壁垒高；此外，其较早布局线上，享受电商增长红利，线上运营具有优势，获客成本较低；2) 产品包装简约，节约了包装材料成本。

珀莱雅毛利率与丸美股份差异不大，但近年相对偏低是由于其他自有品牌，如彩妆品牌的快速孵化，这类产品的毛利率相对偏低影响整体毛利率所致。

此外，从成本端来看，珀莱雅、丸美的成本结构中主要以直接材料为主，而贝泰妮则是委外加工成本占比高。

模式	项目	2020年1-6月		2019年度		2018年度		2017年度	
		金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
自主生产	直接材料	4,176.26	24.80	7,209.71	18.94	6,023.00	26.46	3,264.48	22.68
	人工费用	169.17	1.00	281.10	0.74	162.60	0.71	91.77	0.64
	制造费用	811.78	4.82	1,351.88	3.55	922.20	4.05	514.94	3.58
	小计	5,157.21	30.63	8,842.70	23.23	7,107.80	31.22	3,871.19	26.90
委托加工	直接材料	9,135.26	54.25	21,477.72	56.41	11,966.44	52.56	8,125.78	56.46
	加工费	2,416.97	14.35	5,895.29	15.48	3,128.44	13.74	2,077.58	14.44
	小计	11,552.23	68.61	27,373.01	71.90	15,094.88	66.30	10,203.36	70.89
OEM 采购、外购物料等	-	129.29	0.77	1,856.72	4.88	563.66	2.48	317.78	2.21
合计	-	16,838.73	100.00	38,072.44	100.00	22,766.34	100.00	14,392.34	100.00

图：贝泰妮成本结构

来源：招股书

项目	2017年1-6月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)	金额(万元)	占比(%)
直接材料	27,918.38	89.48	55,147.23	89.30	53,637.11	90.21	56,694.61	89.04
直接人工	1,993.58	6.39	3,933.81	6.37	3,393.19	5.71	4,033.48	6.33
制造费用	1,290.13	4.13	2,675.23	4.33	2,427.21	4.08	2,947.52	4.63
合计	31,202.09	100.00	61,756.27	100.00	59,457.51	100.00	63,675.61	100.00

图：珀莱雅成本结构

来源：招股书

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	42,480.71	85.30%	35,667.83	83.16%	31,306.25	80.15%
其中：原材料	12,696.48	25.49%	9,221.56	21.50%	8,401.64	21.51%
包装材料	29,784.24	59.80%	26,446.27	61.66%	22,904.62	58.64%
直接人工	2,876.14	5.78%	2,935.43	6.84%	3,047.76	7.80%
制造费用	1,880.50	3.78%	2,230.61	5.20%	2,848.60	7.29%
外协费用	2,565.22	5.15%	2,054.84	4.79%	1,855.45	4.75%
主营业务成本	49,802.58	100.00%	42,888.71	100.00%	39,058.07	100.00%

图：丸美成本结构

来源：招股书

净利率方面，依次是丸美股份 > 贝泰妮 > 珀莱雅。



图：季度净利率 (单位: %)

来源：塔坚研究

各家期间费用以销售费用为主, 费用内容主要是推广促销、广告宣传、人员费用等。



图：期间费用率（单位：%）

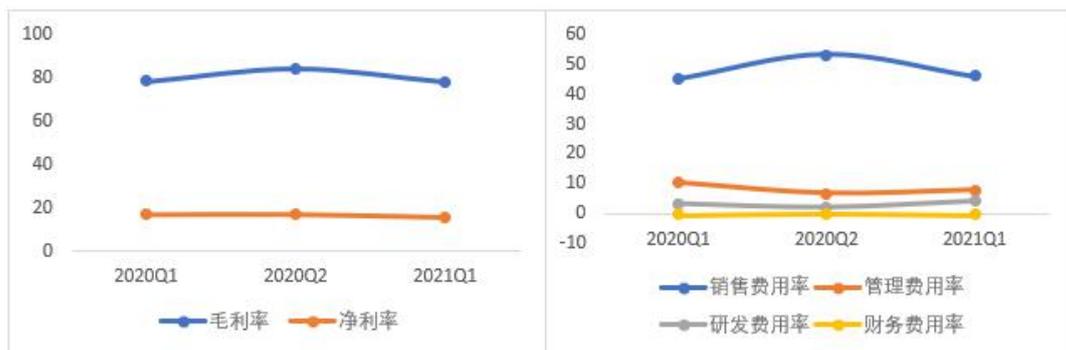
来源：塔坚研究

(伍)

对整体变动情况有了感知后，我们具体将各家公司拆开，分别看利润率和费用率变动情况：

贝泰妮——利润率方面，毛利率在 78%-84%左右，但净利率仅 15%-17%之间。

费用率方面，主要是销售费用率颇高，在 45%-53%之间。尤其是 2020Q2，在卫生事件背景下，化妆品企业纷纷加大线上渠道布局，贝泰妮亦是对线上渠道投入较大。

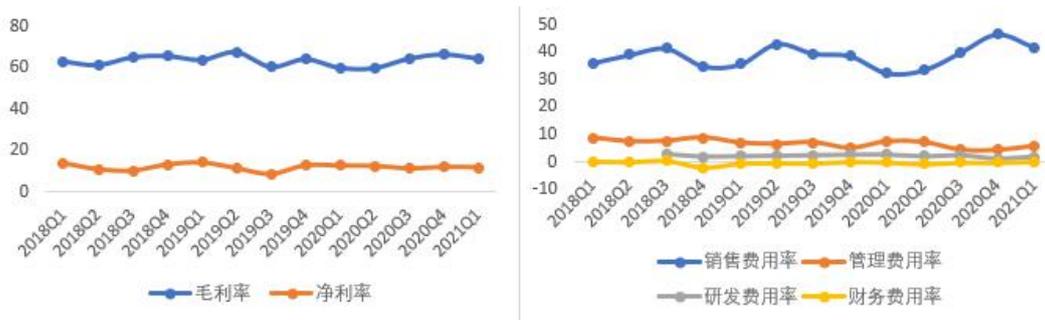


图：利润率&费用率 (单位：%)

来源：塔坚研究

珀莱雅——利润率整体较为平稳，毛利率在 59%-66%之间，净利率在 10%-14%之间。其中，净利率 2019Q3 毛利率、净利率均在低位，主要是因为当期主推爆款 SPA 泡泡面膜，该产品毛利率较低拉低总体毛利率。

费用率方面，同样是较高销售费用率，销售费用率在 32%-46%。主要是广告、市场推广投入较高。

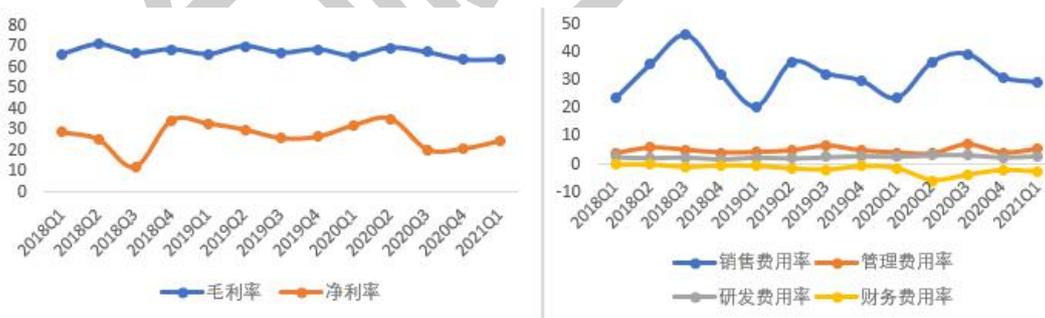


图：利润率&费用率 (单位：%)

来源：塔坚研究

丸美股份——毛利率相对平稳, 在 63%-70%之间; 净利率波动较大, 在 11%-35%之间。

费用率方面, 由于相继邀请袁咏仪、鲈鱼、周迅、梁朝伟、彭于晏等成熟明星作为代言人, 销售费用率在 23%-36%。



图：利润率&费用率 (单位：%)

来源：塔坚研究

代言人

贝泰妮	明星+医生，舒淇、罗云熙、吴宣仪、何黎教授、梁虹教授、朱学骏教授
珀莱雅	唐嫣、宋仲基、孙俪、蔡徐坤
丸美	周迅、梁朝伟、袁咏仪、梅婷、陈鲁豫、彭于晏、杨子姗

(陆)

化妆品企业主要通过线上、线下两大渠道进行产品销售，且逐渐从线下向线上转移。所以，我们拆开看看，不同渠道的增长差异。

从数据来看，线上占比由高到低，依次是贝泰妮 > 珀莱雅 > 丸美。其中，丸美与其他两家在线上销售的差距较大，线下仍然是丸美渠道中较为重要的一环。

2020年	线上	线下
贝泰妮	82.88%	17.12%
珀莱雅	70.01%	29.99%
丸美股份	54.44%	45.56%

图：线上线下载道占比

来源：塔坚研究

进一步具体拆分来看：

贝泰妮——近三年来看，贝泰妮线上直营一直是主要贡献来源。2020年线上直营 16.58 亿元，占比 63.28%。

从增速来看，其线上增速远好于线下增速。其中，线下自营增速几乎都处于负增长状态，线上自营保持较高增速（近三年增速分别为 73%、71.18%、54.28%）。



图：渠道收入情况（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

珀莱雅——从数据来看，也是以线上直营为主，并且增速保持较好，2020年仍有 79.63%的增速，而线上分销线下渠道（日化、其他）均受卫生事件影响负增长。



图：渠道收入情况（单位：亿元、%）

来源：塔坚研究

丸美股份——渠道收入贡献逐渐从线下转移到线上，但线下仍相较其他两家较高。2020年其线上收入9.5亿元，占比54.44%，线下收入7.94亿元，占比45.5%。从增速来看，线上增速在17.59%，线下增速-19.98%。



图：渠道收入情况（单位：亿元、%）

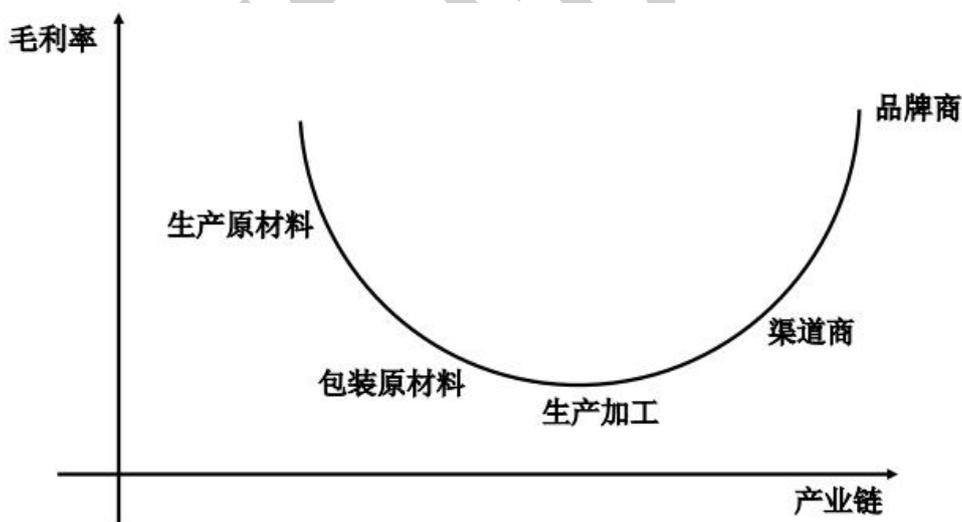
来源：塔坚研究

整体来看，贝泰妮和珀莱雅更有电商基因，都以线上自营为主，增速高，而丸美股份仍处于线下向线上转型过程中，两种渠道的收入贡献差异不大。

(柒)

化妆品行业具有一定的冲动非理性消费特点,消费行为容易受到营销影响。相关行业深度报告中表示:化妆品消费既有实施空间,又带来想象空间,消费者只要看到新品、热门品就有尝试和购买的欲望。[1]

其中,品牌商是整条产业链中毛利率水平较高的环节,它的产品定价,主要来自于品牌溢价,体现了产品的品牌价值以及市场认可度,是品牌商的核心壁垒。



图：产业链各环节毛利率水平

来源：银河证券

因此，这个行业得“品牌+产品+渠道”者得天下。除了上文讨论的渠道情况外,接下来我们再从几个关键经营指标,来对比一下各家龙头,分别是:复购率、品牌提货折扣率、品牌影响力、销售费用效益。

.....

以上, 仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容, 请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获, 只有厚积薄发的硬核分析, 才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码, 一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多, 可咨询工作人员: bgysyxm2018

【版权、内容与免责声明】 1) 版权: 版权所有, 违者必究, 未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。 2) 尊重原创: 如有引用未标注

来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

【数据支持】部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求，可和我们联系。