

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	4192
沪深300指数	4821
上证指数	3499
深证成指	14368
中小板综指	13618



相关报告

- 1.《中国区贡献主要增长，高端及功效表现靓丽-国际化妆品集团1H21业绩总结》，2021.8.30
- 2.《消费升级助力发展，风靡云涌谁主沉浮-婴童日化行业深度》，2021.8.23
- 3.《7月零售增速放缓，呈现月份波动-化妆品行业周报》，2021.8.22
- 4.《政策助推行业规范化发展，本土龙头优先受益》，2021.8.8
- 5.《如何看待贝泰妮当前估值》，2021.7.26

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001

竞争加剧品牌分化，坚守品牌两大投资主线

投资建议

- 品牌主导产业链、规模潜力更大及存估值溢价，推荐护肤品牌商>生产商>代运营商。其中护肤格局形成、彩妆处早期、家居类仍处于价格竞争阶段。
- 品牌：1) 收入端，行业竞争加剧、线上平台分化考验品牌线上运营能力、品牌表现分化加剧，预计研发/渠道（尤其是线上多平台运营）/营销强的公司有望胜出；净利端，流量成本提升影响板块盈利能力，只有强势的品牌才能向消费者/生产商/渠道商转嫁流量成本。2) 建议关注品牌端两大投资主线：其一为品牌运营经验成熟、具有多品牌孵化能力的壁垒型标的，如贝泰妮、珀莱雅；另一主线为成长性、分享功效性护肤红利的鲁商发展。
- 生产：化妆品新规提高行业门槛、下游小品牌出清叠加上游行业加速向优质生产商集中，建议关注研发实力强、推新能力及获客能力强的嘉亨家化。
- 代运营：未来成长空间在于美妆存量客户争夺以及小品牌客户贡献增量、拓品类/平台，头部公司强者恒强，建议关注业绩进入拐点期的壹网壹创。

Q3 业绩总结

- 终端零售：Q3 放缓，线上景气依旧、平台分化（抖音分流淘系低价消费快速放量、淘系增长承压）。Q3 化妆品零售额+6%、环比放缓与终端零售趋势一致；淘系-9%、增长承压，主要为抖音美妆分流。21.10 抖音护肤/彩妆 TOP300 品牌销售额合计 49/12 亿元，占同期淘系护肤/彩妆的 54%/35%。当前抖音分流主要为低价消费、预计未来将向高价产品渗透分流。
- 板块总体：景气延续、竞争加剧盈利水平略降。1) 成长：21Q1-3 化妆品板块营收同增 19.17%，继续快速增长。1Q21~3Q21 营收分别同增 32.9%/13.3%/11.3%，Q3 增速环比持续放缓主要为 Q1 线下低基数效应。21Q1-3 化妆品板块归母净利同增 10.16%，增速低于收入主要为代运营、生产、渠道等子版块及品牌商中丸美股份净利状况较差拖累。2) 盈利：21Q1-3 化妆品板块毛利率同比持平、子版块表现分化，销售费用率提升显著（主要来自品牌商，显示品牌营销压力总体较大），拖累板块总体净利表现。3) 营运：存货周转总体加快，应收账款周转率总体略放缓。
- 子版块：护肤品牌商成长性最高，生产商业绩承压，代运营分化。1) 品牌：21Q1-3 护肤和个护营收同增 27.01%/17.36%，净利+19.50%/-24.18%。护肤品营收与净利均保持快速增长，个护成长性低于护肤，部分个股拓展彩妆业务迎较快增长。电商拓展能力致个股成长分化，其中珀莱雅线上直营及抖音等新渠道拓展表现最为优秀；贝泰妮 Q3 线上直播成绩优异，抖音占比提升；水羊股份线上运作能力强，多品牌保持快速增长；鲁商发展旗下品牌仍处于起步阶段，主要在天猫渠道，在抖音渠道销售排名仍较为靠后，未来有望随着体量规模增大、排名有望进一步提升；丸美股份抖音、快手等直播平台增速较快；上海家化电商低基数下增长靓丽。2) 生产：21Q1-3 营收和净利分别-0.54%/-45.90%，主要为注册备案影响订单数量、原材料和人力成本上涨。3) 代运营：营收与净利分别同增 0.37%、16.23%，个股表现分化，竞争加剧背景下，专业头部代运营商价值凸显。
- 风险提示：新品销售/营销投放/抖音新渠道拓展不及预期；代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动。

内容目录

1、终端零售：Q3 零售增速放缓，线上景气依旧	4
1.1、终端零售：消费升级持续，化妆品景气依旧	4
1.2、线上景气依旧、平台分化，抖音分流淘系、快速放量，淘系增速放缓	4
2、板块总体：景气延续，竞争加剧盈利略降	5
2.1、成长：Q3 淡季收入增速放缓、净利同比下滑	5
2.2、盈利：竞争加剧、板块总体盈利水平下降	6
2.3、营运：存货周转总体加快，应收账款周转率总体略放缓	7
3、子板块：品牌商延续较高成长性，生产商承压，代运营分化	8
3.1、子板块对比：品牌商成长性较优，代运营分化显著，生产商业绩待修复	8
3.2、品牌商：电商拓展能力致个股成长分化，线上流量成本提升影响板块盈利	9
3.4、生产商：新规及成本上涨致业绩承压，Q3 现波动	12
3.5、代运营：个股分化、头部企业表现较优	12
4、投资建议：竞争加速行业集中，关注壁垒型标的	13
5、风险分析	14

图表目录

图表 1：我国限额以上企业总零售及化妆品零售额同比增速	4
图表 2：我国主要消费品季度零售额同比增速	4
图表 3：淘系化妆品月度销售额及同比增速	4
图表 4：淘系护肤、彩妆、美护发月度销售额同比增速	4
图表 5：抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌合计销售额及占同期淘系比重	5
图表 6：抖音护肤、彩妆 TOP300 品牌均价	5
图表 7：日化及美妆板块个股名单	5
图表 8：化妆品板块累计营收及同比增速（%）	6
图表 9：化妆品板块分季度营收及同比增速（%）	6
图表 10：化妆品板块累计归母净利及同比增速（%）	6
图表 11：化妆品板块分季度归母净利及同比增速（%）	6
图表 12：化妆品板块毛利率及同比变动幅度	7
图表 13：化妆品板块主要费用率变动	7
图表 14：化妆品板块净利率及同比变动幅度	7
图表 15：化妆品板块存货周转率及同比变动	8
图表 16：化妆品板块应收账款周转率及同比变动	8
图表 17：子板块累计营收及同比增速（%）	8
图表 18：子板块分季度营收及同比增速（%）	8

图表 19: 子版块累计归母净利及同比增速 (%)	9
图表 20: 子版块分季度归母净利及同比增速 (%)	9
图表 21: 品牌商子版块及个股营收与归母净利同比增速	9
图表 22: 21Q1-3 护肤个股线上、线下发展情况	10
图表 23: 品牌商子版块及个股毛利率、净利率变动幅度	11
图表 24: 品牌商子版块及个股费用率变动幅度	11
图表 25: 品牌商子版块及个股营运指标变动	12
图表 26: 生产商及个股营收与净利增速	12
图表 27: 生产商及个股毛利率、净利率变动幅度	12
图表 28: 代运营及个股营收与净利同比增速	13
图表 29: 代运营及个股毛利率、净利率变动幅度	13

1、终端零售：Q3 零售增速放缓，线上景气依旧

1.1、终端零售：消费升级持续，化妆品景气依旧

3Q21 我国限额以上零售企业化妆品零售总额同增 6.1%、略低于社零总额增速 6.5%。3Q21 化妆品零售额较 3Q19 复合增 12%。从累计值看，Q1-3 化妆品零售额同增 17.9%、略高于社零总额的 17%，综合两年看，21 年 Q1-3 化妆品零售额较 19 年同期复合增 14%，高于同期社零总额的 5%，在可选消费品类中处中上游，仅次于饮料和体育娱乐，显示行业景气度仍维持高位。

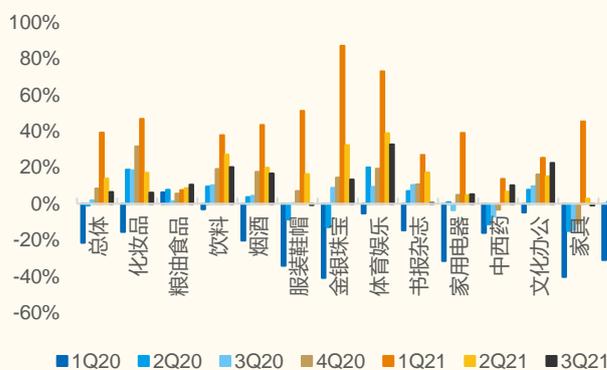
分季度看，1Q21~Q21 我国化妆品零售额增速分别为 47%、17%、6%，Q3 增速环比放缓，与终端零售大环境总体相当，此外化妆品零售愈发倚重大促、Q2 部分透支 Q3 消费。

图表 1：我国限额以上企业总零售及化妆品零售额同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：我国主要消费品季度零售额同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

1.2、线上景气依旧、平台分化，抖音分流淘系、快速放量，淘系增速放缓

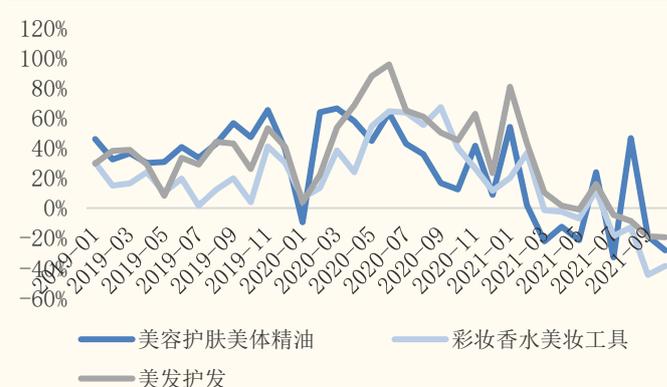
化妆品线下增速放缓，但我们认为线上化妆品景气依旧，不同平台表现分化。其中淘系化妆品自 21 年初以来增长承压，最新的 10 月淘系化妆品销售额同降 30%，21 年初至 10 月累计销售额同降 3.39%。

图表 3：淘系化妆品月度销售额及同比增速



来源：飞瓜数据、国金证券研究所

图表 4：淘系护肤、彩妆、美发月度销售额同比增速



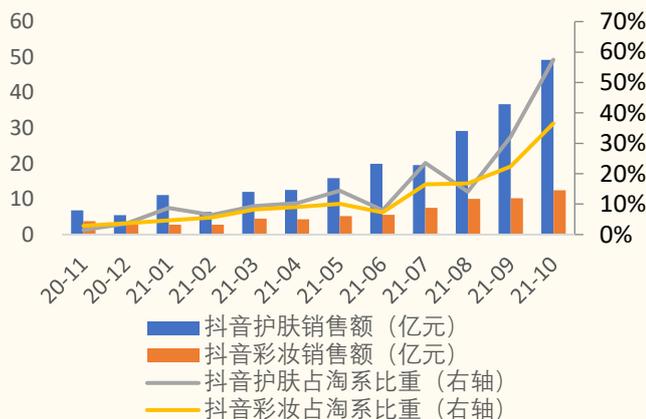
来源：飞瓜数据、国金证券研究所

抖音美妆快速放量。21年10月抖音护肤、彩妆TOP300品牌合计销售额分别为49亿元、12亿元，分别占同期淘系护肤、彩妆销售额的54%、35%，抖音美妆快速放量，占比同期淘系美妆比重不断提升，21年1月抖音护肤、彩妆销售额规模仅为11、3亿元，占同期淘系护肤、彩妆比重分别为9%、5%。

抖音分流效果显著，背后的逻辑在于抖音为兴趣电商，在营销端直接完成交易、截流淘系流量。

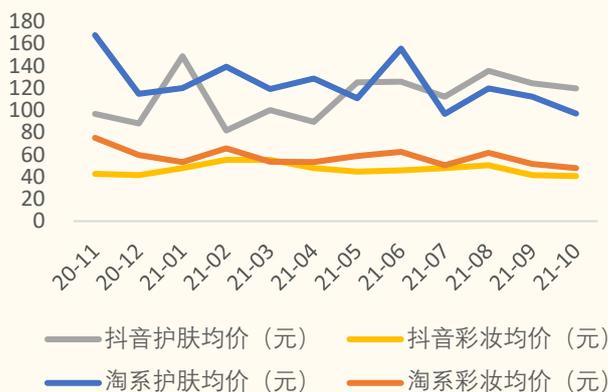
抖音率先分流的主要为低价消费、均价不断提升，预计未来抖音分流的价格带将往上走。21.10抖音TOP300护肤品牌均价为120元、较同期淘系护肤品牌均价97元更高；抖音TOP300彩妆品牌均价为41元、较同期淘系彩妆品牌均价27、48元更高。

图表5：抖音护肤、彩妆TOP300品牌合计销售额及占同期淘系比重



来源：飞瓜数据、国金证券研究所

图表6：抖音护肤、彩妆TOP300品牌均价



来源：飞瓜数据、国金证券研究所

2、板块总体：景气延续，竞争加剧盈利略降

我们统计了化妆品行业分属于4个子行业（品牌商、代运营、生产商、渠道商）的A股合计16家公司（季度财务数据只统计A股公司）。

图表7：日化及美妆板块个股名单

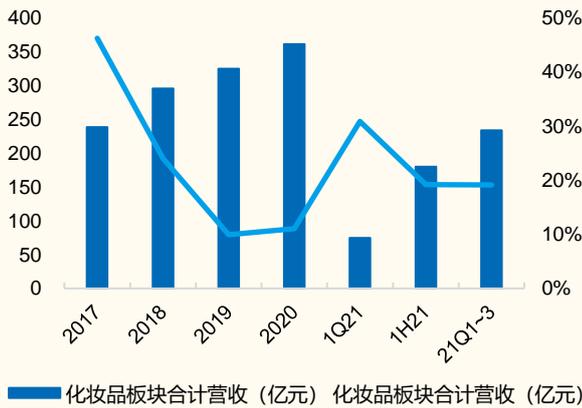
行业	代码	公司	行业	代码	公司
品牌商	600315.SH	上海家化	代运营	300792.SZ	壹网壹创
	603605.SH	珀莱雅		605136.SH	丽人丽妆
	603983.SH	丸美股份		003010.SZ	若羽臣
	300740.SZ	御家汇		301001.SZ	凯淳股份
	688363.SH	华熙生物	渠道商	002094.SZ	青岛金王
	600223.SH	鲁商发展	生产商	300132.SZ	青松股份
	300957.SZ	贝泰妮		300955.SZ	嘉亨家化
	603630.SH	拉芳家化		300856.SZ	科思股份

来源：国金证券研究所

2.1、成长：Q3淡季收入增速放缓、净利同比下滑

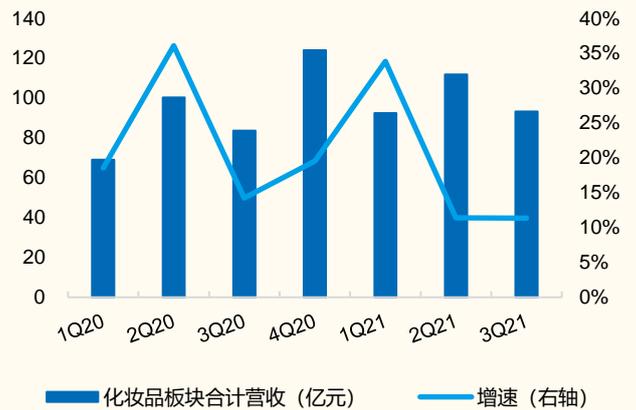
营收端：21Q1-3 化妆品板块营收同增 19.17%，继续保持增长。分季度看，1Q21~3Q21 营收分别同增 32.9%/13.3%/11.3%，Q3 营收增速环比 Q1-2 持续放缓主要为 Q1 存线下低基数效应、去年 Q2-Q3 疫情恢复存在需求集中释放，而今年 Q3 为销售淡季、主要为 Q4 大促做铺垫。

图表 8: 化妆品板块累计营收及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 化妆品板块分季度营收及同比增速 (%)

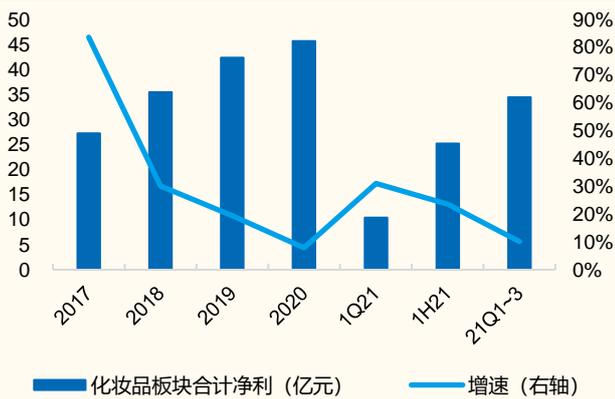


来源: Wind、国金证券研究所

归母净利润端: 21Q1-3 化妆品板块归母净利润同增 10.16%，增速低于收入主要为代运营、生产、渠道等子版块及品牌商中丸美股份净利表现拖累。

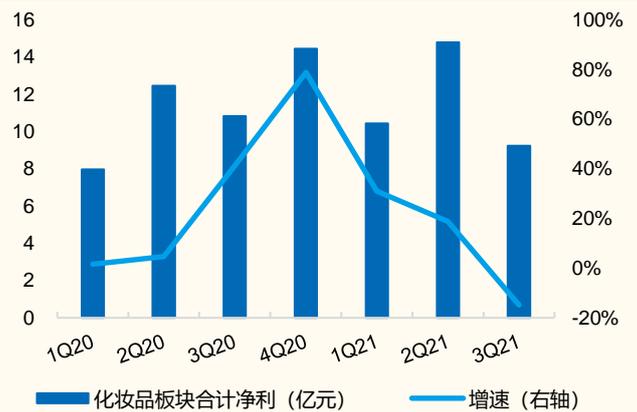
分季度，1Q21~3Q21 化妆品板块归母净利润分别同增 31.0%/18.7%/-14.8%，Q3 净利同比下滑。

图表 10: 化妆品板块累计归母净利润及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 化妆品板块分季度归母净利润及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

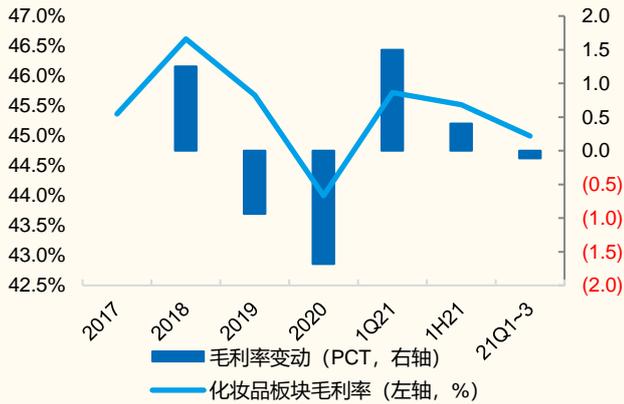
2.2、盈利：竞争加剧、板块总体盈利水平下降

毛利率: 21Q1-3 化妆品板块毛利率同比降 0.12PCT，其中不同子版块出现分化，品牌商、代运营、渠道商毛利率提升，生产商受原材料涨价&限电停产影响毛利率受损较严重。

费用率: 21Q1-3 化妆品板块期间费用率呈现提升态势，销售费用率提升较多、管理费用率次之、研发费用率再次之。

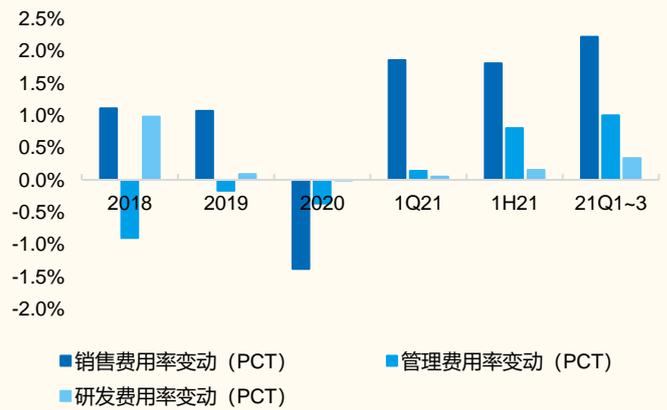
其中销售费用率提升主要来自品牌商，显示品牌营销压力总体较大，管理费用率提升主要来自品牌商、代运营、渠道商；研发费用率提升主要来自部分品牌商（贝泰妮、鲁商发展等）、代运营、生产商及渠道商，护肤品个股研发费用率投放趋势呈现分化。

图表 12: 化妆品板块毛利率及同比变动幅度



来源: Wind、国金证券研究所

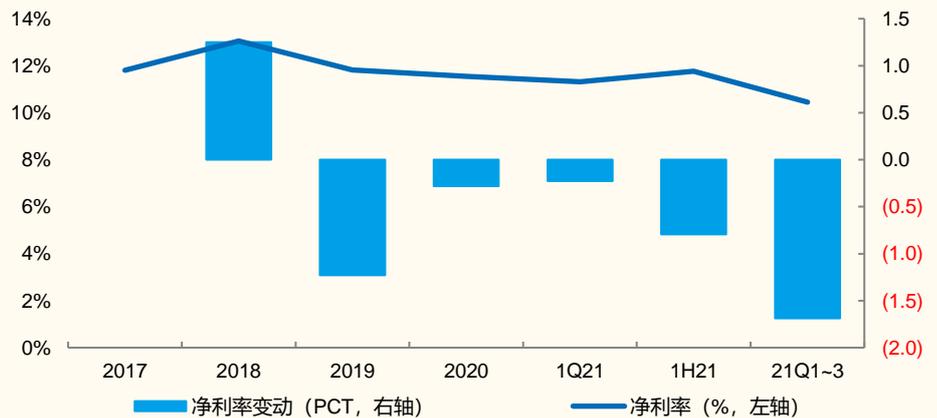
图表 13: 化妆品板块主要费用率变动



来源: Wind、国金证券研究所

净利率: 21Q1-3 化妆品板块净利率同降 1.69PCT 至 10.45%，多数板块净利率同比下降，品牌商中华熙生物、丸美股份，以及部分代运营商、生产商降幅较大。

图表 14: 化妆品板块净利率及同比变动幅度



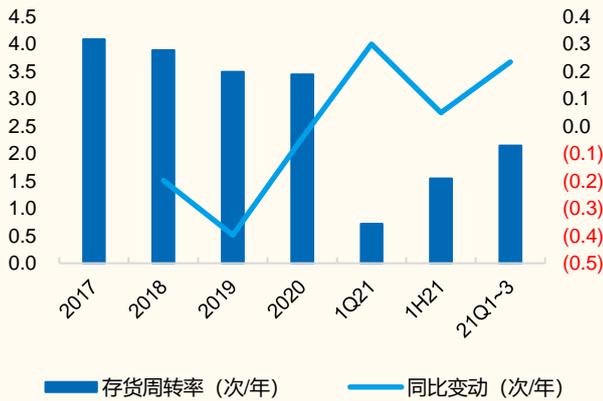
来源: Wind、国金证券研究所

2.3、营运: 存货周转总体加快, 应收账款周转率总体略放缓

化妆品板块存货周转率 21Q1-3 为 2.14 次、同比加快 0.23 次，其中品牌商、渠道商周转加快。

应收账款周转率 21Q1-3 为 16.44 次、同比放缓 9.05 次，主要为个股丸美股份应收账款增加较为显著，剔除该影响，应收账款周转次数为 8.98、同比放缓 0.78 次。

图表 15: 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 16: 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

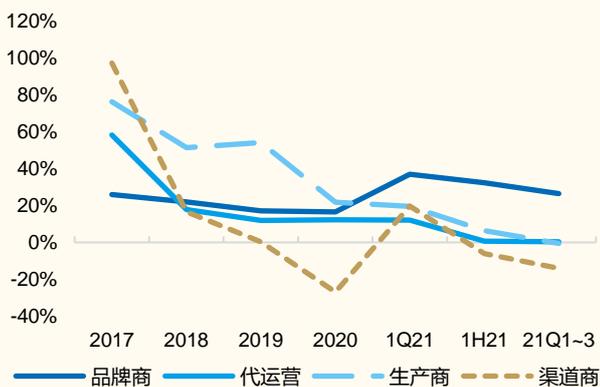
3、子板块: 品牌商延续较高成长性, 生产商承压, 代运营分化

3.1、子板块对比: 品牌商成长性较优, 代运营分化显著, 生产商业绩待修复

营收增速方面, 品牌商收入增速最高, 代运营收入增速较低, 代运营、渠道商负增长, 21Q1-3 营收分别同增 26.5%/增 0.37%/降 0.54%/降 13.95%。品牌商中, 护肤品营收增速高于个护, 主要获益功效性护肤行业景气、品牌产品创新&研发能力不断增强。

分季度看, 品牌商 Q3 增速环比放缓, 生产商、代运营业绩有所修复, 渠道商降幅增加, 其中 1) 护肤、个护受终端零售、线上平台分化等影响; 2) 代运营 Q3 新平台/客户/品类等业务放量、收入降幅收窄; 3) 生产商 Q2 受化妆品新规注册备案影响较大, 部分公司 Q3 订单履约情况改善。

图表 17: 子版块累计营收及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 子版块分季度营收及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

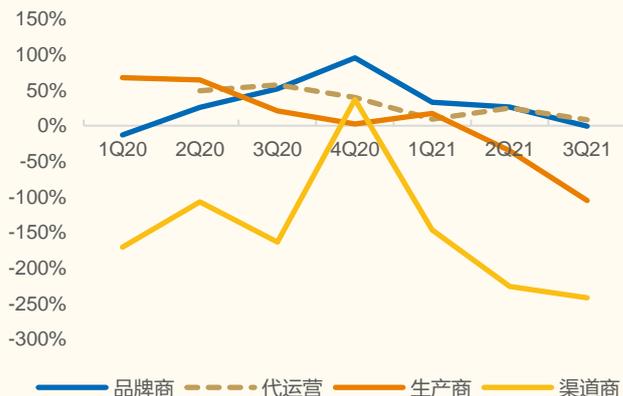
归母净利润增速方面, 21Q1-3 品牌商净利增速最高、但环比持续放缓、同增 18.30%, 其次为代运营、同增 16.23%, 生产商同降 45.90%。个股分化较大, 品牌商中丸美股份和拉芳家化净利下滑较多, 代运营中丽人丽妆、壹网壹创净利维持较高增速, 凯淳股份、若羽臣净利下滑; 生产商中诺斯贝尔受原材料和限电影响最大。

图表 19: 子板块累计归母净利润及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 子板块分季度归母净利润及同比增速 (%)



来源: Wind、国金证券研究所

3.2、品牌商: 电商拓展能力致个股成长分化, 线上流量成本提升影响板块盈利

■ 成长性: 总体仍景气, 线上直营及多平台拓展能力致个股分化

21Q1-3 护肤和个护子板块营收同增 27.01%、17.36%，净利同增 19.50%、同降 24.18%。护肤品营收与净利均保持快速增长，个护成长性低于护肤，净利端承压。

图表 21: 品牌商子板块及个股营收与归母净利润同比增速

公司	营收增速				净利增速			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
护肤	20.92%	37.67%	30.08%	27.01%	8.47%	33.82%	29.71%	19.50%
上海家化	-7.43%	27.04%	14.26%	8.73%	-22.78%	41.92%	55.84%	34.71%
珀莱雅	20.13%	48.88%	38.53%	31.48%	21.22%	41.38%	26.48%	27.82%
丸美股份	-3.10%	9.12%	10.09%	0.04%	-9.81%	-15.75%	-29.46%	-57.98%
水羊股份	54.02%	58.03%	49.83%	41.47%	415.28%	1040.09%	164.48%	102.91%
华熙生物	112.19%	-	197.55%	82%	-	-	-	-
鲁商发展	119.83%	-	210.30%	174.58%	-	-	-	-
贝泰妮	35.64%	59.32%	49.94%	49.05%	31.94%	45.83%	65.28%	65.03%
个护	1.97%	46.53%	25.23%	17.36%	135.72%	3.93%	10.30%	-24.18%
拉芳家化	1.97%	46.53%	25.23%	17.36%	135.72%	3.93%	10.30%	-24.18%

来源: Wind、国金证券研究所 (注: 此处仅包括各公司化妆品业务)

分业务, A 股化妆品上市公司受益功效性赛道景气&品牌自身升级迭代, 护肤品类总体延续较快增长。本土功效护肤龙头贝泰妮 21Q1-3 营收同增 49%, 主品牌薇诺娜持续靓丽; 珀莱雅 21Q1-3 护肤业务同增 30%, 主品牌珀莱雅同增 28%、占比 81%; 上海家化 21Q1-3 美妆护肤业务同增超 25%、单 Q3 增长 18%, 其中功效护肤品牌玉泽增 50%+、增长提速, 佰草集增 15%、高夫增近 10%、美加净增 20%; 华熙生物功能性护肤业务保持高增长, 四大品牌中 Q1-3 米蓓尔营收超 2 亿、同增 120%, 润百颜营收超 7 亿、同增 160%+, 夸迪营收超 4 亿、同增 160%+, 肌活营收约 2 亿、同增 140%+。

部分公司亦有拓展彩妆业务, 迎销售额快速增长阶段, 如 1) 珀莱雅旗下 INSBABA、彩棠、主品牌珀莱雅亦有彩妆产品 (如双抗粉底液), 21Q1-3 彩妆营收同增 50%、占比 14%, Q4 有望继续放量, 其中彩棠营收 1.64 亿元、同增 185%+, 但由于营销及品牌培育投放较多, 盈利亏损 1000+ 万元, 全年预计营收 2.5 亿左右; 2) 丸美股份旗下恋火 Q2 推出看不见粉底液, Q3 线上放量、同比增长 167%, 考虑 Q3 部分订单于 Q4 发货、实际 Q3 增长超 4 倍、全年 GMV 有望超亿元, 春纪 Q3 增速转正。

分渠道，由于线上天猫直营渠道能力、多平台拓展能力差异，个股线上&线下增长分化。其中**珀莱雅**线上直营能力最为优秀（Q1-3 线上直营同增 110%，其中天猫及抖音增长较快、单 Q3+78%）、多平台拓展能力强（抖音占比 10%，京东占比 10%左右）；**贝泰妮** Q3 线上直播成绩优异，预计 Q3 抖音占线上比重提升至 10%、持续放量；**水羊股份**线上运作能力强，多品牌持续保持快速增长；**华熙生物与鲁商发展**旗下品牌仍处于起步阶段，主要在天猫渠道，在抖音渠道销售排名仍较为靠后，未来有望随着体量规模增大、排名有望进一步提升；**丸美股份**线上多平台运营能力逐步加强，线上直营同增 90%，主要为抖音、快手等直播平台增速较快；**上海家化**电商低基数下增长靓丽，Q1-3 同增 15%+、单三季度同增 45%+。

图表 22: 21Q1-3 护肤个股线上、线下发展情况

公司	线上占比	线上增速	线上发展情况	线下占比	线下增速
上海家化	-	15%	Q3 在京东、唯品会等，玉泽呈三位数以上增长，多平台合作持续推进。加强合作超头、优化平台策略，精细化运营打法，推进天猫平台的持续增长。	-	-
珀莱雅	81.85%	74.25%	第三季度累计线上直营同比增长 110%，直营占比 68%，直营渠道中天猫及抖音增长较快，单季度增长 77.9%，分销同比增长 26%，分销占比 32%，单季度增长超过 60%，线上各平台中天猫占比超过 40%，抖音占比 10%，京东占比 10%左右，唯品会占比超过 5%，快手和拼多多占比不足 5%。	18.15%	-37.83%
丸美股份	59%	7.89%	线上直营（天猫、抖音、快手）同比增长 90%+，其中抖快收 1.8 亿；线上分销（唯品会、天猫、淘系）受直播影响有所下滑；线下 4.7 亿元、占比 41%、-9.85%，百货渠道+21.5%，美容渠道保持稳定增长、+16.78%，CS 渠道恢复缓慢、-27%。	41%	-9.85%
水羊股份	-	-	淘系平台营收同增 41.93%、占比 50% (-2.72PCT)，抖音、快手等新渠道通过直播+头部达人、GMV 增长 10 倍		
华熙生物	-	-	估算天猫渠直营约占 45%+，分销渠道近 30%，垂直平台（抖音、小红书、京东、唯品会等）合计约 25%。润百颜持续发力营销、优化不同渠道产品布局，在垂直平台京东、唯品会等保持较快增长、增速高于天猫；夸迪深耕抖音渠道、沉淀私域流量；米蓓尔和肌活打造爆品矩阵。	-	-
鲁商发展	约 90%	-	线上平台中，公司在天猫、淘宝、京东、小红书、有赞、抖音、快手、唯品会等均同步做了重点推广、实现较快增长，Q1-3 颐莲抖音渠道 GMV 约 7000 万、线下分销近 1 亿、天猫渠道增速 50%+。	-	-
贝泰妮	80%左右	-	Q3 进一步加强微博、小红书等渠道的种草，为双 11 的爆发打好了基础；抖音、快手直播带货呈现全面铺开，Q3 携手快手做超品日，单场 GMV 突破 1500 万元，抖音“抖音一姐”朱瓜瓜合作，单场 GMV 破 2000 万元。	-	-

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 盈利性：流量成本提升影响总体盈利性，多举措提升毛利率缓解盈利压力

毛利率方面，21Q1-3 护肤板块毛利率总体持平，但个股表现分化，上海家化、珀莱雅毛利率提升较多主要为优化产品结构、或提升品牌调性、均价提升，从而对抗提升的流量成本；水羊股份、贝泰妮、拉芳家化毛利率小幅改善；丸美股份毛利率下降较多，主要因为会计政策调整、发展直播业务折扣较多等。

净利率方面，21Q1-3 护肤及个护板块净利率持续下降、降幅环比扩大，主要为流量成本的提升或抖音新渠道盈利水平较传统渠道低（丸美股份）。

图表 23: 品牌商子板块及个股毛利率、净利率变动幅度

公司	毛利率变动幅度 (PCT)				净利率变动幅度 (PCT)			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
护肤	-1.30%	2.05%	0.21%	0.47%	-0.92%	-2.07%	-2.65%	-3.06%
上海家化	-1.93%	3.45%	2.43%	1.27%	-1.05%	0.84%	1.81%	1.39%
珀莱雅	-0.41%	4.50%	3.83%	2.88%	-0.58%	-0.82%	-1.67%	-0.53%
丸美股份	-1.95%	-1.60%	-3.49%	-4.95%	-5.53%	-7.62%	-12.53%	-17.69%
水羊股份	-1.85%	1.57%	1.76%	0.88%	3.39%	3.39%	1.83%	1.39%
贝泰妮	-3.96%	-0.10%	-4.77%	0.07%	3.69%	-1.37%	1.77%	1.73%
个护	-6.92%	3.76%	2.49%	0.62%	1.78%	-2.93%	-1.47%	-4.89%
拉芳家化	-6.92%	3.76%	2.49%	0.62%	1.78%	-2.93%	-1.47%	-4.89%

来源: 公司公告、国金证券研究所

费用率方面, 21Q1-3 护肤销售费用率继续提升、管理费用率有所上涨、研发费用率略升。个护业务销售、管理费用率增幅高于护肤, 研发费率下滑。分个股看, 销售、管理费用率普遍提升, 研发费用率变动不大 (贝泰妮研发费用率上升较多)。

图表 24: 品牌商子板块及个股费用率变动幅度

公司	销售费用率变动幅度				管理费用率变动幅度				研发费用率变动幅度			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
护肤	1.4%	5.0%	2.8%	3.4%	-1.4%	-0.9%	-0.2%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.2%
上海家化	-0.6%	3.4%	1.3%	-0.7%	-2.4%	-0.3%	-0.2%	0.5%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
珀莱雅	0.7%	9.3%	9.1%	6.2%	-1.3%	-2.3%	-1.8%	-1.2%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
丸美股份	2.3%	5.6%	5.7%	9.5%	-0.1%	1.4%	0.9%	1.6%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.3%
水羊股份	-4.4%	-2.2%	-1.4%	-1.6%	-1.5%	0.6%	1.0%	1.3%	-0.5%	0.6%	0.2%	0.0%
华熙生物	14.1%	13.4%	6.7%	5.9%	-3.1%	-5.2%	-0.5%	1.2%	0.4%	-2.8%	-0.8%	0.4%
鲁商发展	-0.7%	5.0%	3.9%	5.3%	-0.6%	1.0%	0.9%	1.5%	0.1%	0.5%	0.5%	0.6%
贝泰妮	-1.4%	0.7%	-5.3%	-0.7%	-1.0%	-1.6%	-1.7%	-1.5%	-0.4%	1.0%	0.4%	3.2%
个护	-10.7%	5.2%	15.5%	14.4%	0.2%	0.7%	2.0%	1.3%	-0.3%	-1.5%	-0.7%	-0.8%
拉芳家化	-10.7%	5.2%	15.5%	14.4%	0.2%	0.7%	2.0%	1.3%	-0.3%	-1.5%	-0.7%	-0.8%

来源: 公司公告、国金证券研究所

■ 运营性: 存货与应收账款周转总体良好

前三季度护肤与个护板块存货与应收账款周转总体向好 (剔除丸美股份个股影响)。

前三季度多数个股存货周转均同比向好, 应收账款方面, 表现分化, 主要为丸美电商平台拓展、应收账款增加较多所致。

图表 25: 品牌商子板块及个股营运指标变动

公司	存货周转次数同比变动		应收账款周转次数同比变动	
	2020	21Q1-3	2020	21Q1-3
护肤	0.13	0.40	(38.63)	(19.02)
上海家化	(0.07)	0.27	(0.66)	0.78
珀莱雅	(0.62)	(0.32)	(6.21)	1.72
丸美股份	(0.00)	0.62	(269.21)	(133.10)
水羊股份	0.82	0.64	0.09	0.75
华熙生物	(0.32)	0.34	0.51	3.65
鲁商发展	0.04	(0.02)	5.36	(17.04)
贝泰妮	1.09	1.29	(0.31)	10.13
个护	0.75	0.39	0.71	0.32
拉芳家化	0.75	0.39	0.71	0.32

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.3、生产商: 新规及成本上涨致业绩承压, Q3 现波动

21Q1-3 生产商板块营收与净利增速出现下滑, 营收和净利分别同降 0.54%、降 45.90%。青松股份净利端受损较多, 主要为注册备案影响订单数量、原材料和人力成本上涨、化工业务原料价格上涨未能向产品端良好传导。

图表 26: 生产商及个股营收与净利增速

公司	营收增速				净利增速			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
生产商	21.85%	19.57%	6.46%	-0.54%	7.08%	17.15%	-15.34%	-45.90%
青松股份	32.90%	20.69%	6.45%	-3.21%	1.68%	8.77%	-20.08%	-66.85%
嘉亨家化	23.29%	91.83%	31.13%	24.76%	47.51%	270.56%	-6.72%	-3.39%
科思股份	-8.35%	-14.35%	-10.51%	-11.81%	6.35%	1.86%	-7.56%	-7.20%

来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 生产商及个股毛利率、净利率变动幅度

公司	毛利率变动幅度				净利率变动幅度			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
生产商	-2.28%	0.70%	-3.86%	-6.20%	-0.12%	1.81%	-1.99%	-3.88%
青松股份	-5.57%	-2.48%	-5.79%	-10.60%	-0.02%	-1.52%	-3.58%	-8.83%
嘉亨家化	-3.48%	2.37%	-3.44%	-2.59%	5.35%	4.00%	-2.93%	-2.26%
科思股份	2.22%	2.20%	-2.36%	-5.40%	0.62%	2.95%	0.54%	-0.56%

来源: Wind、国金证券研究所

3.4、代运营: 个股分化、头部企业表现较优

代运营板块 21Q1-3 营收与净利分别同增 0.37%、16.23%, 有所放缓, 主要为个股表现分化。

头部代运营中, 壹网壹创营收延续负增长、净利端环比改善, 丽人丽妆受益抖音等新渠道快速放量, 营收同比小幅增长, 净利端由于公允价值变动收益、增长较多。

规模体量较小的若羽成及凯淳股份, 若羽臣营收增长提速、净利跌幅扩大; 凯淳股份营收和净利均下滑。

图表 28: 代运营及个股营收与净利同比增速

公司	营收增速				净利增速			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
代运营	12.28%	12.04%	0.73%	0.37%	25.04%	9.30%	19.35%	16.23%
壹网壹创	-10.49%	4.20%	-12.82%	-11.56%	41.54%	12.29%	16.66%	24.24%
丽人丽妆	18.72%	15.51%	2.83%	1.49%	18.70%	5.01%	36.64%	36.45%
若羽臣	18.45%	15.01%	7.81%	13.08%	2.53%	38.29%	-5.81%	-28.26%
凯淳股份	15.11%	4.36%	0.36%	-4.67%	27.11%	-12.29%	-12.71%	-26.70%

来源: Wind, 国金证券研究所

盈利指标看, 壹网壹创毛利率、净利率改善较多主要为管理模式营收占比提升以及新业务的持续减亏, 丽人丽妆毛利率、净利率水平提升显示主要为新拓展的客户以国际小品牌为主、作为头部的代运营商具有更高的议价能力, 以及显示公司在线上流量成本提升背景下更专业高效的流量投放策略。

图表 29: 代运营及个股毛利率、净利率变动幅度

公司	毛利率变动幅度				净利率变动幅度			
	2020	1Q21	1H21	21Q1-3	2020	1Q21	1H21	21Q1-3
代运营	0.85%	0.75%	2.90%	2.63%	2.80%	0.92%	2.18%	1.69%
壹网壹创	4.80%	3.98%	5.31%	4.55%	4.47%	4.33%	8.18%	9.19%
丽人丽妆	0.29%	2.01%	3.26%	3.69%	1.10%	-0.39%	2.84%	2.75%
若羽臣	0.39%	-1.31%	2.91%	1.86%	2.08%	1.31%	-0.95%	-3.03%
凯淳股份	-2.05%	-1.70%	0.11%	0.41%	-0.23%	-1.56%	-1.33%	-2.17%

来源: Wind, 国金证券研究所

4、投资建议: 竞争加剧品牌分化, 坚守品牌两大投资主线

3Q21 化妆品零售总额同增 6.1%、略低于社零总额增速 6.5%; Q1-3 化妆品零售额同增 17.9%、略高于社零总额的 17%; 对比 19 年增速看, 在可选消费品类中处中上游, 显示行业景气度仍维持高位。化妆品产业链公司均有望获益行业的高景气。推荐顺序为护肤品牌商>生产商>代运营商, 主要理由如下:

1) 品牌主导产业链, 优先推荐品牌标的, 其中护肤品牌格局形成、头部公司强者恒强、彩妆仍处于发展初期、家居类仍处于价格竞争阶段、消费者品牌意识不强, 因此优先推荐护肤品牌商。

2) 化妆品新规利好研发实力强、能研发出具有特定功效的头部生产商, 加强品牌客户与生产商的合作稳定关系。

3) 美妆存量客户基本瓜分、未来竞争在于美妆存量客户的争夺以及小品牌客户贡献增量, 头部代运营商成长性放缓、拓品类/拓平台预计打开新的成长空间。

行业景气的同时也应注意到品牌持续增多、品牌竞争日趋激烈, 尤其是线上持续渗透、品牌纷纷加码线上、增加线上营销投放、线上流量成本持续提升, 挤压板块总体盈利。投资应该认清 1) 收入端: 谁在品牌竞争加剧背景下有望持续胜出; 2) 盈利端: 谁具有较强的议价能力、营销投放策略能转嫁/消化不断增高的线上流量成本。

1) 对于品牌而言, 收入端: 行业竞争加剧回归产品力, 研发强、渠道强、营销强的公司有望在新一轮竞争中胜出 (过去只要营销强、渠道强即可)。转嫁流量成本需要有较强的品牌力, 只有强势的品牌才能向消费者/生产商/渠道商转嫁流量成本, 目前多数化妆品上市公司以直营模式为主、自主生产为主, 因此转嫁的对象主要为消费者。在消费者日趋理性背景下, 产品力愈加显得重要。综上, 自有品牌力强或是研发产品力强的公司才能构筑自身的壁垒, 收获收入与净利的持续增长。建议关注贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展等。

2) 对于生产商而言，品牌竞争加剧回归产品力，品牌商愈加依赖优质研发、生产资源，建议关注青松股份、嘉亨家化。

3) 对于代运营商而言，品牌竞争加剧、线上流量成本提升背景下，存量客户寻求营销投放能力强的代运营商，小品牌等增量客户偏好头部专业的代运营商。专业的头部代运营商市占率持续提升，建议关注壹网壹创、丽人丽妆。

5、风险分析

■ 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

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。

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，而不应当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