



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

景气延续，功效必选

——美妆行业 2022 年度策略报告

增持（首次）

行业：美容护理行业
日期：2021 年 12 月 22 日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com

SAC 编号：S0870521100001

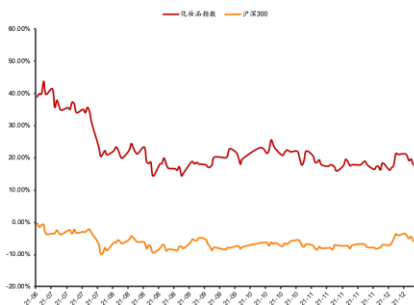
联系人：王盼
Tel: 021-53686243

E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号：S0870121120007

行业经济数据跟踪（2021 年 1-9 月）

销售收入（亿元）	18.18
累计增长	-0.07%
利润（亿元）	2.4
累计增长	-0.21%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



主要观点

医美化妆品行业整体增长稳健，Q3 板块有所调整。

细分赛道龙头业绩依然保持较高增速，年初以来估值持续攀升，21Q3 估值有所回调。21Q3 化妆品社零同比增速为 2.2%，华熙生物、爱美客、贝泰妮、珀莱雅、上海家化 Q3 总营收为 48.82 亿元，同比增速为 24.16%。下半年以来医美化妆品板块绝大多数个股呈现负收益状态，因受监管合规趋严冲击，医美机构相比化妆品下跌更为明显，化妆品板块中个股涨跌多数与业绩关系明显，且市场对利润率水平要求较为苛刻。

医美产业链高景气度、低渗透率，监管趋严优质龙头持续受益。

医美产业链细分赛道多点开花，轻医美持续火热，多因素驱动医美市场规模与渗透率不断提升。龙头医美机构在合规方面较为审慎，不合规的小医美机构面临关停整治风险，由于消费者对医美的需求日益刚需化，头部规范化机构市场份额与集中度不断提升。Z 世代、轻医美、低线市场助力医美行业扩容。透明质酸为最受欢迎轻医美项目，竞争激烈国货不断崛起。胶原蛋白具有支撑、修复、保湿、美白等多重功效，行业集中度低，为高潜力细分赛道。

化妆品产业链聚焦确定性与关键环节，细分赛道百花齐放。

国潮兴起，景气延续。从渠道驱动到产品、品牌驱动，功效护肤品、彩妆赛道增速较快。流量分散化，淘系渠道增速放缓。淘系流量增长放缓，以抖音、快手、小红书为代表的社交媒体电商平台成为流量新机会点。功效、IP 成国货化妆品突围必选项。化妆品行业政策推动产业趋向高质量发展，功效性赛道备受资本青睐，行业需求拐点显现，从保证产品安全转变为有效。

投资建议

我们认为 2022 年医美化妆品赛道依然保持高景气趋势，重点建议关注三条主线：1) 具备前瞻性产品布局的医美龙头企业爱美客；2) 看好高成长功效护肤赛道，多维度构建品牌壁垒的功能性护肤龙头企业贝泰妮、华熙生物、鲁商发展，以及受益于化妆品新规、高增长终端需求拉动和原材料成本改善的化妆品代工企业青松股份与水嘉亨家化；3) 具备品牌优势、发力新兴抖快渠道的国货化妆品品牌商珀莱雅、上海家化，及头部品牌代运营商壹网壹创。

风险提示

行业竞争加剧；消费需求不及预期；疫情反复导致消费意愿被抑制；法律诉讼风险等风险。

目 录

一、行业回顾：整体增长稳健，Q3 板块有所调整.....	5
1.1 业绩回顾：高景气持续，细分赛道龙头持续高增长	5
1.2 行情与估值回顾:21H1 股价亮眼，Q3 估值回落	6
二、医美产业链：高景气度、低渗透率，监管趋严优质龙头受益.7	
2.1 产业链：上游盈利突出，中游格局分散	7
2.2 政策：医美监管趋严，合规化龙头集中度有望提升	8
2.3 行业：万亿市场，方兴未艾	9
2.3.1 长坡厚雪，赛道优质	9
2.3.2 轻医美项目大众化，产品类型丰富	11
2.4 关键公司：医美黄金赛道，瞄准万亿级市场	14
三、化妆品产业链：聚焦确定性与关键环节，细分赛道百花齐放22	
3.1 行业：国潮兴起，景气延续	22
3.2 趋势：淘外渠道崛起，功效成必选项	25
3.3 核心标的：品牌分化，龙头恒强	27
四、投资建议.....	32
风险提示.....	33

图

图 1 2021 年 3-11 月化妆品社零数据	5
图 2 化妆品板块年初至今涨跌幅, %	6
图 3 美容护理指数相对沪深 300 指数 Q3 涨跌幅, %	6
图 4 医美化妆品重点公司 21Q3 涨跌幅, %	6
图 5 医疗美容产业链各环节	8
图 6 2016-2020 年中国医美行业用户规模及市场规模	10
图 7 2020 年全球玻尿酸销量市场竞争格局	12
图 8 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场 (按销售额计, 单位: 亿元)	12
图 9 透明质酸注射填充剂竞争格局变化: 2018&2019 年 (按入院价统计销售金额占比)	12
图 10 2019 年透明质酸注射填充剂市场竞争格局 (按销售量占比)	12
图 11 肉毒素产业链	13
图 12 2015-2020 中国正规肉毒素市场规模及增速	13
图 13 胶原蛋白与皮肤老化的关系	13
图 14 2016-2025 年中国光电类医美市场规模及增长预测 ...	14
图 15 2017-2021Q1-Q3 爱美客营业收入和增速	15
图 16 2017-2021Q1-Q3 爱美客归母净利润和增速	15
图 17 中国美妆个护行业规模和增速	23
图 18 2020 年各国化妆品市场规模 (亿美元)	23
图 19 2020 年各国人均化妆品消费额对比 (美元)	23
图 20 中国化妆品行业集中度不断提升, %	24
图 21 国货化妆品大众市场份额不断提升	24
图 22 化妆品产业链各环节	25
图 23 2014-2020 年中国皮肤学级 (敏感肌) 护肤品及增速	27
图 24 中国功能性护肤品市场规模和增速	28
图 25 2017-2021Q1-Q3 贝泰妮营业收入和增速	29
图 26 2017-2021Q1-Q3 贝泰妮归母净利润和增速	29
图 27 2017-2021Q1-Q3 珀莱雅营业收入和增速	30
图 28 2017-2021Q1-Q3 珀莱雅归母净利润和增速	30
图 29 2017-2021Q1-Q3 上海家化营业收入和增速	31
图 30 2017-2021Q1-Q3 上海家化归母净利润和增速	31
图 31 2017-2021Q1-Q3 青松股份营业收入和增速	31
图 32 2017-2021Q1-Q3 青松股份归母净利润和增速	31
图 33 电商代运营产业链各环节	32
图 34 2017-2021Q1-Q3 壹网壹创营业收入和增速	32
图 35 2017-2021Q1-Q3 壹网壹创归母净利润和增速	32

表

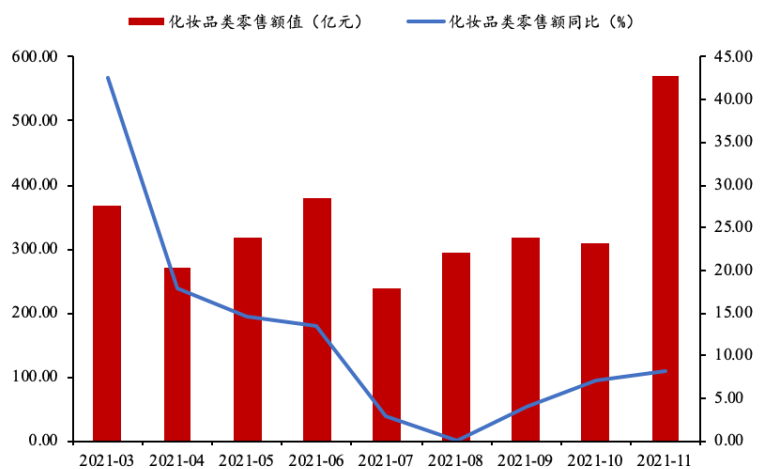
表 1 2021Q1-Q3 重点医美化妆品公司业绩指标	5
表 2 医美化妆品板块 Q3 估值有所回调	7
表 3 历年医美政策一览表	9
表 4 医美服务细分项目年均消费统计	11
表 5 爱美客产品矩阵	15
表 6 华熙生物四大业务	16
表 7 鲁商发展产品矩阵	17
表 8 福瑞达集团下属业务板块	18
表 9 四环医药四大业务板块	18
表 10 国内四款获批肉毒素品牌	19
表 11 国内医疗美容整形机构格局	19
表 12 朗姿股份终端机构加速全国化布局	20
表 13 复锐医疗科技业务板块	21
表 14 时代天使产品矩阵	22
表 15 美妆品牌 2021 年双十一天猫、抖音销售额（单位：百 万元）	26
表 16 中国功能性护肤品行业发展历程	27
表 17 公司线上收入占比较大	28
表 18 珀莱雅公司品牌业务矩阵	29
表 19 上海家化公司品牌矩阵	30
表 20 诺斯贝尔客户包括国际品牌与国内新锐品牌	31

一、行业回顾：整体增长稳健，Q3 板块有所调整

1.1 业绩回顾：高景气持续，细分赛道龙头持续高增长

化妆品终端消费高景气度持续。2021 年 1-10 月，中国化妆品社零累积值为 2497.50 亿元，化妆品行业社会消费品零售额呈稳健增长趋势，同比增长率为 15.57%，高于社零总额同比增长率 11.24%。因前期高基数，大促，叠加化妆品新规实施供给减少，化妆品社零数据 2021 年 7-9 月增速有所放缓，21Q3 增速为 2.2%。

图 1 2021 年 3-11 月化妆品社零数据



数据来源：Wind，上海证券研究所

细分赛道龙头业绩依然保持较高增速。21Q3 化妆品社零同比增速为 2.2%，华熙生物、爱美客、贝泰妮、珀莱雅、上海家化 Q3 总营收为 48.82 亿元，同比增速为 24.16%。

表 1 2021Q1-Q3 重点医美化妆品公司业绩指标

股票代码	上市公司	21Q1-Q3 营收 (亿元)	21Q1-Q3 营收 YOY	21Q1-Q3 净利润 (亿元)	21Q1-Q3 净利润 YOY
医美					
300896.SZ	爱美客	10.23	120.29%	7.08	147.98%
688363.SH	华熙生物	30.12	88.68%	5.54	26.72%
002612.SZ	朗姿股份	26.51	32.75%	1.51	215.63%
化妆品品牌商					
603605.SH	珀莱雅	30.12	31.48%	3.47	25.74%
600315.SH	上海家化	58.3	8.73%	4.2	34.71%
300957.SZ	贝泰妮	21.13	49.05%	3.56	66.11%
603983.SH	丸美股份	11.38	0.04%	1.37	-59.53%
300740.SZ	水羊股份	33.12	41.47%	1.46	106.99%
上游代工厂					
300132.SZ	青松股份	26.65	-3.21%	1.18	-67.59%
300955.SZ	嘉亨家化	8.32	24.76%	0.64	-3.39%
代运营商					
300792.SZ	壹网壹创	7.29	-11.56%	2.22	26.66%
605136.SH	丽人丽妆	25.01	1.49%	2.61	37.85%
003010.SZ	若羽臣	8.84	13.08%	0.46	-28.31%

数据来源：Wind，上海证券研究所整理

1.2 行情与估值回顾:21H1 股价亮眼, Q3 估值回落

截至到 2021 年 12 月 17 日, 化妆品板块年初至今累计涨幅达 21.72% 同期沪深 300 累计下降-4.92%、上证综指累计上涨 4.59%。分季度看, 化妆品板块上涨主要集中在 21H1, 21Q3 板块有所回调。

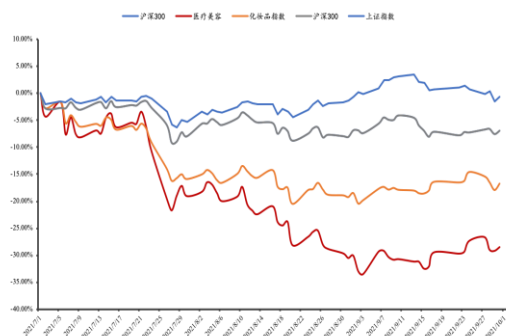
图 2 化妆品板块年初至今涨跌幅, %



数据来源: Wind, 上海证券研究所

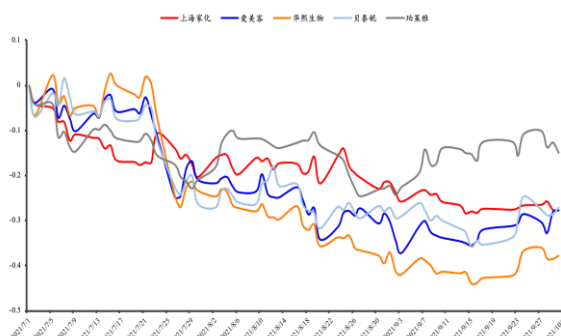
下半年以来消费板块相对疲软, 医美化妆品回调幅度较大。Q3 化妆品指数下跌 14.47%, 相对沪深 300 下跌 7.62%, 医疗美容指数下跌 24.39%, 相对沪深 300 下跌 17.54%。下半年以来医美化妆品板块绝大多数个股呈现负收益状态, 因受监管合规趋严冲击, 医美机构相比化妆品下跌更为明显, 化妆品板块中个股涨跌多数与业绩关系明显, 且市场对利润率水平要求较为苛刻。

图 3 美容护理指数相对沪深 300 指数 Q3 涨跌幅, % 图 4 医美化妆品重点公司 21Q3 涨跌幅, %



数据来源: Wind, 上海证券研究所

注: 采用 Wind 化妆品指数, 医疗美容指数



数据来源: Wind, 上海证券研究所

年初以来估值持续攀升, 21Q3 估值有所回调。根据 Wind 一致预测, 2021E、2022E 板块平均 PE 分别为 54X、41X。细分板块中, 医美上游原料龙头爱美客、华熙生物 2021 年 PE 均在 100 倍以上,

具备显著估值溢价。功效护肤赛道龙头贝泰妮 2021 年 PE106 倍，国货化妆品品牌商珀莱雅、上海家化分别因明星单品、新兴渠道放量，拥有较强盈利改善预期，具备一定估值溢价，2021 年 PE 均在 50 倍以上。上游化妆品代工厂青松股份因成本上涨，2021PE 在 16 倍。相较于医美化妆品其他板块来说，代运营公司 2021 年平均 PE 为 25 倍，整体估值性价比较高。美妆板块其他公司，因业务转型升级，业绩尚未释放，仍处于市场观望阶段，整体估值依然较低。

表 2 医美化妆品板块 Q3 估值有所回调

股票代码	上市公司	市值 (亿元)	2021 预测PE	2022 预测PE	2023 预测PE
医美					
300896.SZ	爱美客	1243.25	137.2	90.38	63.59
688363.SH	华熙生物	813.02	99.57	70.77	52.58
002612.SZ	朗姿股份	162.16	65.78	47.28	37.4
化妆品品牌商					
603605.SH	珀莱雅	388.09	65.6	52.89	42.88
600315.SH	上海家化	285.45	54.05	35.9	26.83
300957.SZ	贝泰妮	864.31	106.21	76.42	57.5
603983.SH	丸美股份	124	36.7	29.96	25.24
300740.SZ	水羊股份	68.69	28.3	18.13	11.8
上游代工厂					
300132.SZ	青松股份	54.29	16.09	11.48	9.62
300955.SZ	嘉亨家化	36.05	36.38	28.63	22.76
代运营商					
300792.SZ	壹网壹创	122.5	30.46	23.72	19.14
605136.SH	丽人丽妆	98.86	23.83	20.54	17.82
003010.SZ	若羽臣	24.77	22.72	18.45	15.66

数据来源：采用 Wind 一致预期，上海证券研究所整理

二、医美产业链：高景气度、低渗透率，监管趋严 优质龙头受益

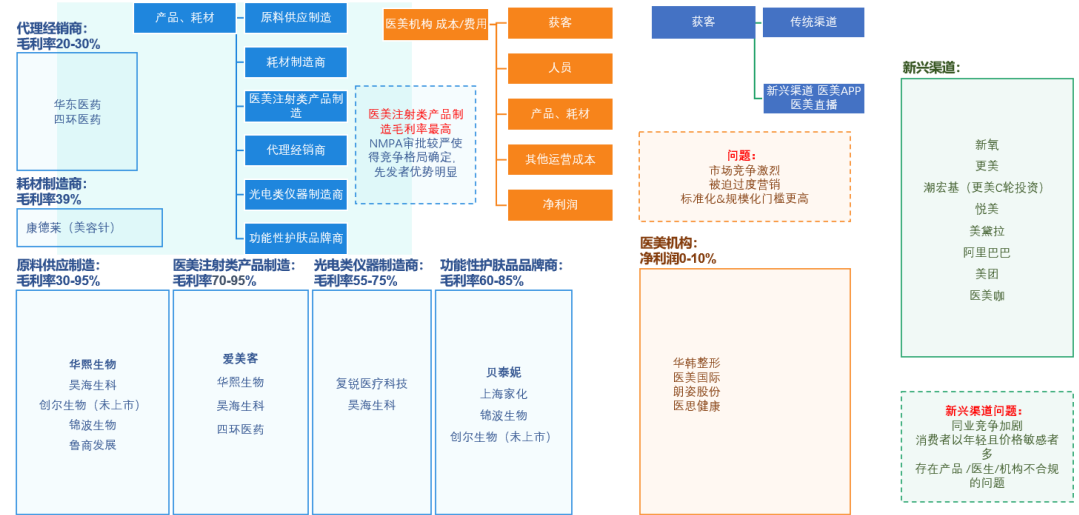
2.1 产业链：上游盈利突出，中游格局分散

医美产业链细分赛道多点开花，轻医美持续火热，多因素驱动医美市场规模与渗透率不断提升。

- 上游：医美耗材、器械、原料生产商，从事玻尿酸、胶原蛋白、肉毒素、能量源仪器生产，如爱美客、华熙生物、四环医药、复锐医疗科技等，产业并购，新品获批与上市，叠加业绩不断超预期等一系列因素驱动行业不断发展。
- 中游：医疗整形服务机构，涵盖公立医院整形外科及皮肤科，民营医疗美容机构等。其中，民营医美机构为中游消费主体，驱动因素主要为成熟医美机构具有较强的综合运营能力进行连锁化开店与外延并购，如朗姿股份、华韩整形等。

➤ 下游：医美垂直 APP 如新氧、悦美等，医美综合平台如阿里健康、美团医美等，及消费者，下游机构在整个医美产业链中盈利能力较低。

图 5 医疗美容产业链各环节



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 政策：医美监管趋严，合规化龙头集中度有望提升

政策趋严下，合规优质龙头持续受益。2021 年 6 月以来国家卫健委等八部门出台一系列政策如《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》整治医美行业乱象，严厉打击上游非法制售医疗器械行为及下游非法开展医疗美容项目机构，监管趋严背景下行业规范性不断提升。龙头医美机构在合规方面较为审慎，不合规的小医美机构面临关停整治风险，由于消费者对医美的需求日益刚需化，头部规范化机构龙头市场份额与集中度不断提升。

表 3 历年医美政策一览表

时间	法规	部门	内容
2008	《医疗美容机构基本标准(修订意见稿)》	卫计委	针对《美容医疗机构、医疗美容科(室)基本标准(试行)》(2002年)进行了修订,规定了医疗美容机构的床位、面积、人员配置、设备方面的标准。
2009	《医疗美容项目分级管理目录》	卫计委	分级诊疗:依据手术难度和复杂程度以及可能出现的医疗意外和风险大小,将美容外科项目分为四级;规定了每一级别的项目只能由对应级别的医疗机构来开展,针对医疗美容项目进行分级管理。
2010	《关于加强医疗美容服务监管的通知》	卫计委	通知就加强医疗美容服务监管工作提出四个要求包括:加强组织领导、做好资质核查、开展专项检查、建立长效机制。
2012	《关于进一步加强医疗美容管理工作的通知》	卫计委	提出了对医疗机构、从业人员、美容项目、广告、信息化五个方面的管理要求,进一步规范了市场秩序。
2014	《医疗美容机构评价标准(试行稿)》	中国整形美容协会	在全国7省、直辖市共17家民营医疗美容机构开展《医疗美容机构评价标准》评价试点工作,并计划于3年内对全国民营医疗美容机构做出评价认证。
2015	打击行动	NMPA	联合工业和信息化部、公安部、卫计委、工商局开展打击非法制售和使用注射用透明质酸钠行为专项行动。
2017	《关于开展严厉打击非法医疗美容专项行动的通知》	卫计委等七部门	七部门联合开展严厉打击非法医疗美容专项行动,覆盖药品、医疗器械生产经营使用、医疗美容培训、广告推广全链条,严惩违法犯罪活动。
2019	医疗广告培训会	卫健委监督所	联合上海市市场监督管理局广告监督处举办医疗广告培训会,明确医美平台的广告规范。
2020	《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委等八部委	严厉打击医疗美容违法行为,规范医疗美容市场秩序。
2020	《关于印发医疗美容主诊医师备案培训大纲的通知》	卫健委	指导各地规范开展医疗美容主诊医师培训工作,提高医疗美容主诊医师备案管理水平,切实保障医疗美容服务质量和安全。
2021	《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	卫健委等八部委	八部门将于6月到12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作:严格规范医疗美容服务相关药品和医疗器械生产、流通和使用监管,严厉打击生产、经营和使用不符合国家规定的药品、器械等行为。依法规范医疗美容服务信息和医疗广告行为,严厉打击虚假医疗美容类广告、信息以及不正当竞争行为。

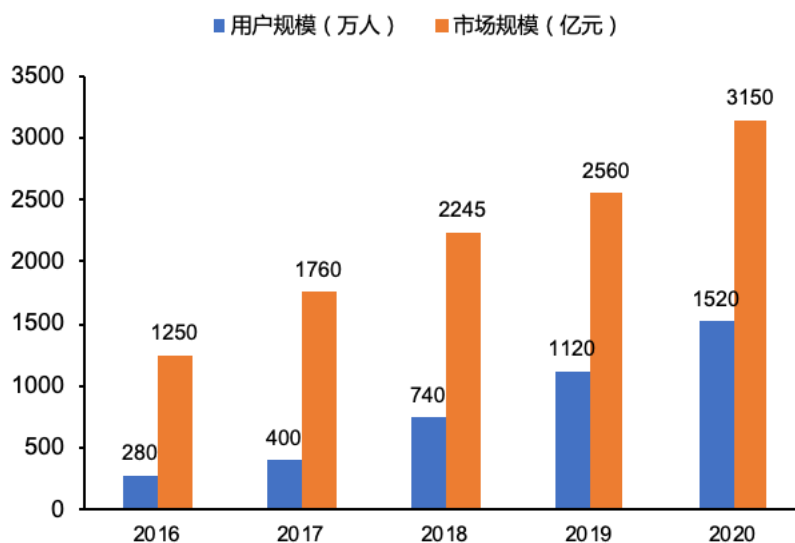
数据来源:智研咨询,卫健委,中国整形美容协会,上海证券研究所

2.3 行业:万亿市场,方兴未艾

2.3.1 长坡厚雪,赛道优质

Z世代、轻医美、低线市场助力医美行业扩容。2020年,国内医美全市场口径规模超3000亿元,合规市场规模约2000亿元。其中,2015年医美正规市场规模约500亿元,2015-2020年CAGR+31.95%。假设2020-2030年医美市场年均复合增长率达15%,在18岁以上女性用户中渗透率达25%,预计到2023年,合规医美市场规模有望突破3000亿元,整体市场规模预计接近4500亿元。根据艾瑞咨询统计,合规医美机构数量占比为14%,因此实际医美市场规模远高于预测值。

图 6 2016-2020 年中国医美行业用户规模及市场规模



数据来源：艾媒数据中心，上海证券研究所

目前，医美渗透率较低，为 3.6%，相当于韩国的 1/6，美国的 1/5，日本的 1/3。另外，消费者对医美的需求覆盖呈现长周期和多样性特点，即“从头到脚”与“从小到大”，这也意味着相对于眼科与口腔赛道，医美市场的容量空间更大。医美市场涵盖手术类与非手术类轻医美，2020 年规模占比分别为 69%、31%。手术类项目典型的包括眼综合、鼻综合等手术，从业人员培训周期长，操作难度高，能较为永久性地改变人体外观。非手术类项目主要包括注射类、能量源类轻医美项目。在功效性护肤品上“升级”到轻医美项目，如透明质酸、胶原蛋白、肉毒素等营养物质注射，效果较为直接，风险相比手术类较小。

表 4 医美服务细分项目年均消费统计

非手术消费 (年)	3.0-23.1 万元	全部消费 (年)	4.4-28.3 万元	手术类消费 (年)	1.4-5.2 万元		
注射去皱(抬头纹、川字纹、眼角纹、法令纹、口周纹等) 单价:500-2000 元/部位 效果持续时间:6 个月 年消费:1000-20000 元 方式:注射	水光补水 单价:1000-3000 元/次 效果持续时间:1-2 个月 年消费:6000-36000 元 方式:注射			植发发际线 单价:8000-20000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:400-1000 元 方式:手术	头顶加密种植 单价:8000-30000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:400-1500 元 方式:手术		
光子嫩肤	热玛吉 单价:8000-20000 元/次 效果持续时间:1-3 年 年消费:4000-10000 元 方式:光电			自体脂肪面部填充(太阳穴、额头、卧蚕、面颊、耳垂等) 单价:6000-20000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:300-1000 元 方式:手术	颧骨内推 单价:30000-100000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:1500-500 元 方式:手术		
童颜针	线雕 单价:10000-25000 元/次 效果持续时间:2-3 年 年消费:3000-10000 元 方式:手术			下颌角整形 单价:20000-80000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:1000-4000 元 方式:手术	颌面正畸 单价:30000-150000 元/次 年消费:1500-7500 元 效果持续时间:持久 方式:手术		
玻尿酸丰卧蚕	眼综合(双眼皮、重睑术、开眼角、去眼袋等) 单价:8000-20000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:400-1000 元 方式:手术			眼部	手术垫下巴 单价:2000-25000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:100-1250 元 方式:手术	玻尿酸填充(太阳穴、额头、苹果肌、下巴等) 单价:1000-10000 元/部位 年消费:2000-30000 元 效果持续时间:6-12 个月 方式:注射	
玻尿酸丰山根	鼻综合(膨体隆鼻、鼻头身翼缩小、鼻基底填充等) 单价:30000-60000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:1500-3000 元 方式:手术			鼻部	唇部	玻尿酸丰唇 单价:500-5000 元/次 效果持续时间:3-6 个月 年消费:1000-20000 元 方式:注射	M 唇手术 单价:3000-10000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:150-500 元 方式:手术
牙综合(正畸等) 单价:30000-70000 元/次 效果持续时间:持久 ≥年消费:1500-3500 元 方式:手术	冷光美白 单价:500-1500 元/次 效果持续时间:2 年左右 年消费:250-750 元 方式:牙齿美白			牙齿		厚唇改薄 单价:2000-6000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:100-300 元 方式:手术	嘴角上扬术 单价:15000-35000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:750-1750 元 方式:手术
吸脂瘦身 单价:25000-120000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:1250-6000 元 方式:手术	激光脱毛 单价:100-3000 元/部位 效果持续时间:持久 年消费:300-9000 元 方式:光电			身体	假体隆胸 单价:1000-100000 元/次 效果持续时间:持久 年消费:500-5000 元 方式:手术	私密护理 单价:1000-3000 元/次 效果持续时间:1 年 年消费:1000-3000 元 方式:手术	

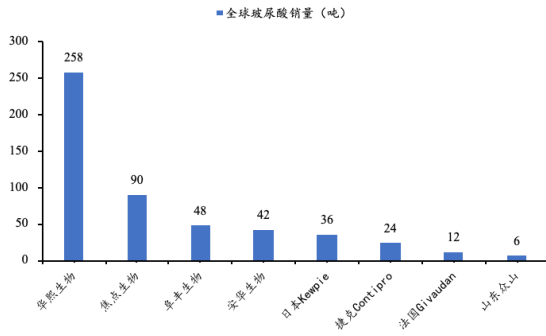
注:手术下巴经双下划线标注。

数据来源:新氧,上海证券研究所

2.3.2 轻医美项目大众化,产品类型丰富

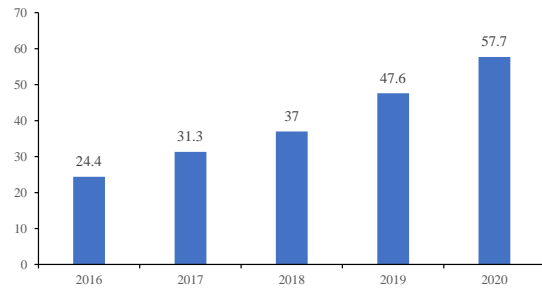
透明质酸为最受欢迎轻医美项目,竞争激烈,国货不断崛起。玻尿酸是存在于人体内的直链多糖,因良好的吸水性、黏弹性而广泛应用于医药、化妆品、食品等领域,玻尿酸原料的核心技术主要包括微生物发酵和交联技术。玻尿酸在医美领域中主要应用于塑形和填充,2020 年新氧平台线上成交“非手术类”项目按成交金额排名前三的项目分别为肉毒素、透明质酸填充以及水光针(以透明质酸为主要成分的皮肤保护剂),总占比超过 50%。

图 7 2020 年全球玻尿酸销量市场竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

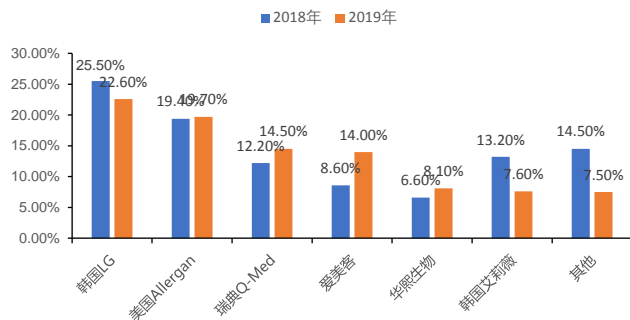
图 8 中国基于透明质酸的皮肤填充剂产品市场 (按销售额计, 单位: 亿元)



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

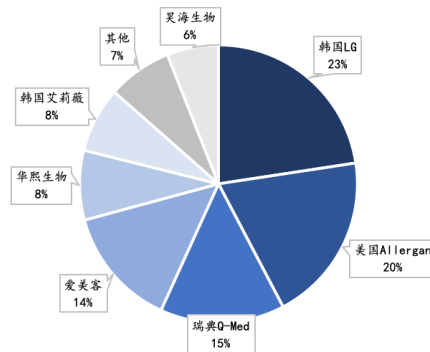
2020 年, 全球透明质酸填充剂合规市场终端规模约 166 亿元, 预计 2026 年市场规模约超 300 亿元。因国际品牌产品技术成熟, 与渠道终端较早建立联系, 国内医美类透明质酸终端产品市场以美国 Allergan、韩国 LG Life/Humedix、瑞典 Q-Med 等国外企业的进口产品为主流, 按销售额统计, 2017-2019 年国外品牌分别占据了共计 72.6%/70.3%/68% 的市场份额。2019 年, 本土前 3 大透明质酸填充剂企业按销量统计分别为爱美客、华熙生物、昊海生科, 爱美客以 14% 市占率位居全体第四、国货第一, 华熙生物市占率也升至 8.1%。

图 9 透明质酸注射填充剂竞争格局变化: 2018&2019 年 (按入院价统计销售金额占比)



数据来源：华经产业研究院，上海证券研究所

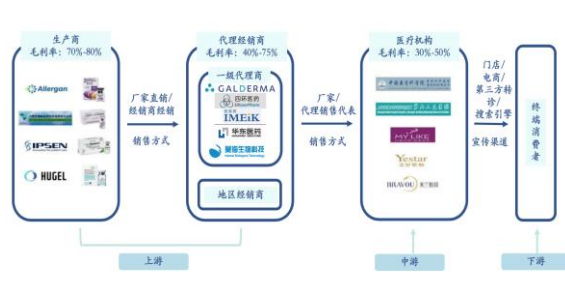
图 10 2019 年透明质酸注射填充剂市场竞争格局 (按销售量占比)



数据来源：华经产业研究院，上海证券研究所

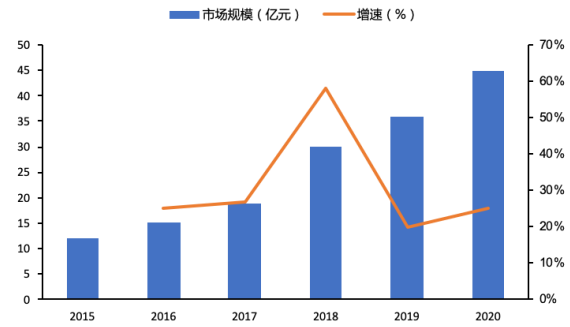
肉毒素为机构获客引流产品, 复购率高。在医美领域中主要用于除皱、瘦脸等, 还可与其他医美项目结合使用进行联合治疗。肉毒素单次注射价格相比其他医美项目较低, 使用频次较高。市场获批产品不断增加, 渗透率提升空间较大, 市场规模可观。2020 年, 国内肉毒素市场规模约为 40 亿元, 2016-2020 年 CAGR 达 27%, 预计到 2030 年市场规模预计将达到 300 亿元。肉毒素技术壁垒高, 审核周期长, 国内竞争者主要是衡力 (兰州生物)、保妥适 (艾尔建)、乐提葆 (四环医药代理)、吉适 (高德美)。

图 11 肉毒素产业链



数据来源: Wind, 智研咨询, 上海证券研究所

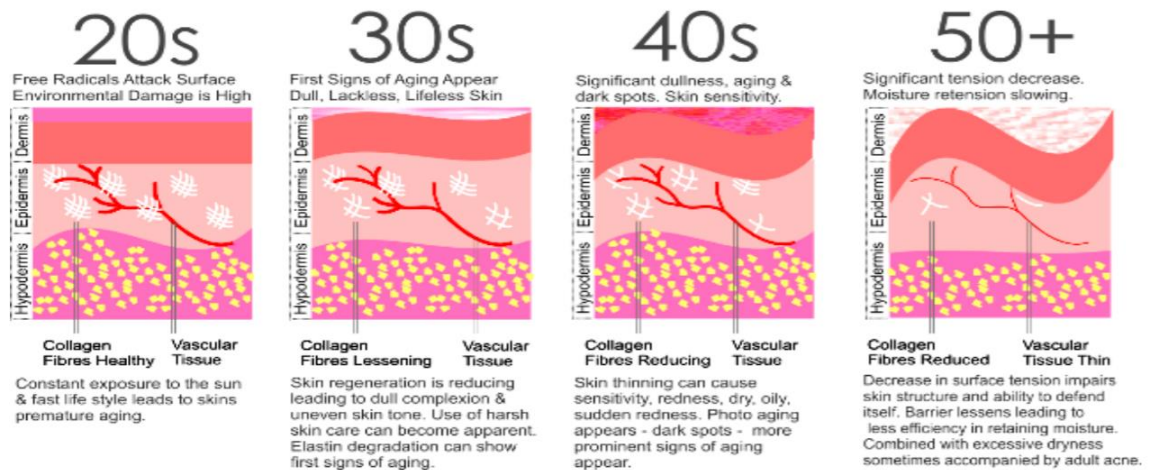
图 12 2015-2020 中国正规肉毒素市场规模及增速



数据来源: 智研咨询, 上海证券研究所

胶原蛋白具有支撑、修复、保湿、美白等多重功效，行业集中度低，为高潜力细分赛道。胶原蛋白是人体含量最高的功能性蛋白，90%分布在皮肤与骨头。胶原蛋白应用场景十分丰富，终端应用涉及医疗器械、美容护肤和功能性食品等领域。根据 Grand View Research 数据，2019 年中国胶原蛋白市场规模约 10 亿美元，占全球市场 6.4%，2016-2019 年 CAGR +7.8%。2019 年全球胶原蛋白市场规模约 154 亿美元，2016-2019 年 CAGR 6.7%，中国胶原蛋白市场增速高于全球 1.1%。国外公司以食品用和医用胶原蛋白起步，原料以动物源为主；当前我国重组技术领先于世界水平，巨子生物、锦波生物、创铭医疗等为国内领先的拥有重组技术的胶原蛋白生产商。

图 13 胶原蛋白与皮肤老化的关系

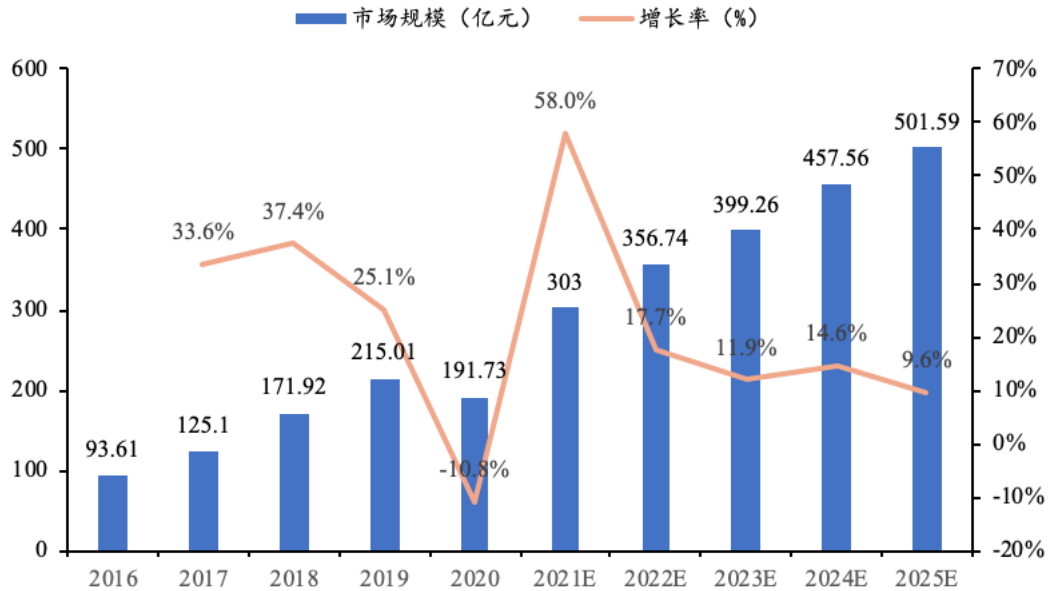


数据来源: 创尔生物招股说明书, 上海证券研究所

能量源医美日常需求频次高，研发壁垒较高，行业加速整合中。能量源医美即光电医美，是普通护肤品和功效型护肤品的互补类项目，应用激光、射频、超声等能量实现嫩肤、抗衰、脱毛及皮肤紧致塑型等功效，属于轻医美范畴。光电类医美项目创伤较小，相比手术类项目来说门槛较为简单，属于科技医疗美容和生活医疗美容。请务必阅读尾页重要声明

容。2020 年国内能量源医美项目终端市场规模达 191.73 亿元，2016-2020 年 CAGR 达 23%，未来 5 年我们预计该细分赛道仍将保持在 20%以上的年均复合增速。

图 14 2016-2025 年中国光电类医美市场规模及增长预测

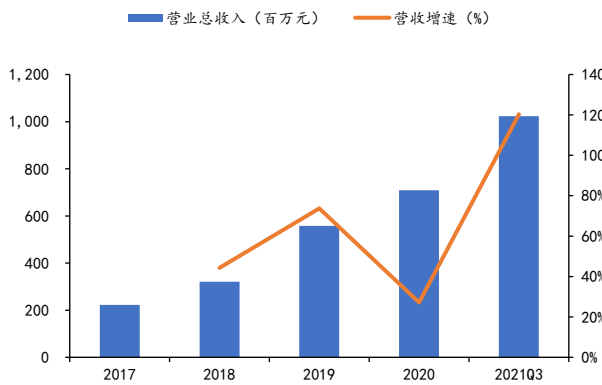


数据来源：智研咨询，上海证券研究所

2.4 关键公司：医美黄金赛道，瞄准万亿级市场

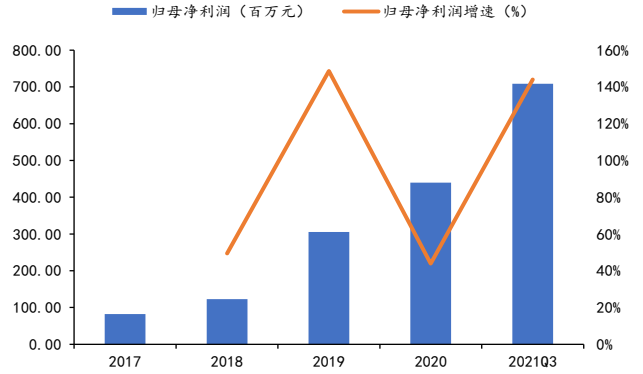
爱美客：医美创新产品提供商，国内注射类医美龙头。爱美客是我国领先的医疗美容创新产品提供商，公司上市及在研产品组合覆盖医美和健康管理市场多个高增长赛道，公司也是中国最早开展医疗美容生物医用材料自主研发的公司，2020 年 9 月登陆 A 股创业板上市。目前公司拥有 7 款获得三类医疗器械认证的产品，包括 5 款基于透明质酸的皮肤填充剂、一款童颜针和一款 PPDO 面部埋植线产品。21Q1-Q3 公司实现营收 10.23 亿元，同比+120.29%，归母净利润 7.09 亿元，+144.09%，盈利突出业绩亮眼。公司主要产品销量大幅增加，营收翻倍增长，新品濡白天使收获医疗机构、医生与终端消费者较好口碑，预计有望为公司带来较大业绩贡献。

图 15 2017-2021Q1-Q3 爱美客营业收入和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 16 2017-2021Q1-Q3 爱美客归母净利润和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司持续打造医美平台型企业，规模效应逐步显现。公司注重研发投入，费用率保持在9%左右。产品组合丰富且具有梯队性，嗨体占据细分市场独特与先发优势。Q4 天使针及熊猫针放量将进一步提速业绩，量价齐升有望继续维持。为提高肉毒素份额切入新蓝海赛道，拟收购韩国 Huons Bio。同时，公司注重销售网络铺设，直销为主，经销为辅，直销合作医疗机构超 2000 家，定价能力优异。

表 5 爱美客产品矩阵

产品	逸美	宝尼达	爱美莱	嗨体	逸美一加一	童颜针
上市时间	2009 年	2012 年	2015 年	2016 年	2016 年	2021 年
产品特性	国内首款透明质酸填充剂	透明质酸钠+PVA 微球	透明质酸钠+利卡多因	透明质酸钠+专利配方	透明质酸钠+羟甲基纤维素	左旋乳酸-乙二醇共聚物微球+交联透明质酸钠
核心技术	多组分复合仿基质水凝胶技术	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	固液渐变互传交联技术	组织液仿生技术	多组分符合仿基质水凝胶技术，固液渐变互传交联技术	微球技术
注射层次	皮肤真皮深层至皮下浅层	皮肤真皮深层至皮下浅层	皮肤真皮中层至深层	国内首款及目前唯一获批的颈纹改善产品	皮肤皮下浅层至深层之间	真皮深层、皮下浅层及深层
效果差异		长效填充皱纹和凹陷，有效期 5-10 年	含利多卡因（麻药）玻尿酸产品，注射痛感低	国内首款及目前唯一获批的颈纹改善产品	交联剂含量低，效果较持久，维持 12 个月左右	国内第二款童颜针，首款预灌装式童颜针
定位差异		高端产品，国内仅有的两款长效产品之一	舒适度和性价比高	独家产品，填补市场空白；效果明显，深受消费言爱	新型针对褶皱皮肤修复的复合	胶原蛋白刺激类产品，具备“填充+修复”双重功效

数据来源: 公司官网, 公司公告, 上海证券研究所

华熙生物：不止于玻尿酸的全产业链平台型美妆龙头企业。公司四轮驱动战略稳步推进，从玻尿酸原料生产商延伸至化妆品、医美、功能性食品业务供应商，营收保持高速稳健增长。21Q1-Q3 公司实现营收 30.12 亿元，同比+88.68%，归母净利润 5.55 亿元，+26.91%，因孵化新品与多元业务战略推进，短期净利润承压。2021 年双 11 旗下各大品牌销售全线靓丽，润百颜全渠道销售额达 3.25 亿元，夸迪 5.3 亿元，天猫平台销售额同比+500%。

表 6 华熙生物四大业务

透明质酸原料业务	医疗终端产品	功能性护肤品	功能性食品
医药级：包括医药外用级、注射级和医疗器械级。 化妆品级：新上市 Biobloom™ 微美态 ME-1、 Hyacrosst™ 透明质酸微球 TG300、熙蓝因。 食品级：主要为 HAPLEX 透 明质酸钠。 其他生物活性原料：GABA、 麦角硫因等。	骨科：海力达今年中标八省 二区带量采购。 PRP 产品：富血小板血浆制 备用套装（PRP），已在 17 个省份+2 个城市挂网销售。 医美：主要为注射用玻尿酸 润致，2021 年是医美业务战 略升级元年。	旗下拥有“润百颜”、 “丝丽”、“米蓓尔”、 “润月雅”等多个品牌系 列，产品包括次抛原液、各 类膏霜水乳、面膜等。	新品牌“黑零”于 2021 年 发布，功能性食品已成为公 司第四大业务板块。 3 月，推出国内首款玻尿酸 饮用水“水肌泉”。

数据来源：公司公告，公司年报，上海证券研究所

鲁商发展：化妆品业务增长迅猛，福瑞达引入战投落地。公司收购福瑞达医药及焦点生物，焦点福瑞达是全球第二大透明质酸原料厂商，从地产切入化妆品、医药及玻尿酸原料业务，尽享功能护肤赛道红利。明星产品瑗尔博士主打微生态护肤，在功能性护肤赛道上口碑表现极佳，2021Q1-Q3 实现营收 4.88 亿元。颐莲定位玻尿酸热点护肤，2021Q1-Q3 实现营收 4.27 亿元。21Q1-Q3 公司化妆品板块整体实现营收 9.93 亿元，同比+174.6%。子公司福瑞达引入的 5 家战投公司背景较为多元，有望加速公司进行运营、渠道、营销等资源整合，助力公司打造多品类化妆品业务龙头。

表 7 鲁商发展产品矩阵

品牌	经营理念	2021H1 销售收入 (亿元)	同比增长	代表性产品				价格区间
瓊尔博士	肌肤微生态平衡护理	3.01	628%	精研净透洁颜面蜜 	益生菌熬夜修护面膜 	益生菌精研平衡修护乳 	精研肌底前导精华露 	68-518
颐莲	微生态科学护肤研发	2.7	141%	玻尿酸补水喷雾 	玻尿酸水光肌原液面膜 	玻尿酸多重修护原液 	聚谷氨酸水光肌日抛原液 	79-496
伊帕尔汗	深耕高品质薰衣草及薰衣草护肤品	0.2	37%	薰衣草精粹清肌水乳 	太空薰衣草修护精华液 	太空薰衣草修护沐浴油 	薰衣草精油 	118-218
善颜	“一人一方”的高端定制护肤	-	-	舒颜益肌修护微静水 	舒颜沁肤修护精华蜜 	透明质酸钠液态饮 	润颜保湿水光精华液 	168-340
途润	专研敏感肌品牌	0.1	-	B5 保湿修护精华露 	透明质酸钠修护面膜 	光甘草定玻尿酸亮肤水 	氨基酸微泡修护洁面乳 	69-128
UMT	专业养肤底妆品牌	0.02	-		聚光殿长效持妆粉底液 	聚光殿瓷感匀透隔离乳 	聚光殿雾柔双效定妆粉饼 	89-148

数据来源: Wind, 公司官网, 淘宝, 上海证券研究所

表 8 福瑞达集团下属业务板块

业务板块	主要公司	持股比例	核心品牌
生物医药	明仁福瑞达	60.71%	明仁, 维固康, 力虎, 小明仁
	博士伦福瑞达	30.00%	润舒, 润洁, 施沛特
原料添加剂	焦点福瑞达	60.71%	玻小酸, 天资玉琢
化妆品	福瑞达生物工程	100.00%	颐莲, 瓊尔博士, 善颜等
	伊帕尔汗	10.00%	伊帕尔汗

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

四环医药: 卡位肉毒素赛道, 医美管线储备丰富。公司医美业务始于 2014 年, 与韩国 Hugel 签署独家代理协议, 负责其肉毒素和玻尿酸产品在中国的注册。2020 年 10 月, Hugel 的乐提葆肉毒素获 NMPA 批准上市, 于 2021 年 2 月正式销售。目前国内仅有 4 个获批肉毒素的品牌, 乐提葆肉毒素具有一定稀缺性, 假设今年目标销售 60 万支, 预计将贡献营收 7 亿元。2021H1 实现营业收入 19.07 亿元, 同比+80.9%; 实现净利润 6.11 亿元, 同比+307.64%。公司代理与自主研发产品同步推进, 预计 Hugel 玻尿酸将于年底获批, 22 年贡献收入。

表 9 四环医药四大业务板块

医美业务	创新药业务	仿制药业务	原创药 CDMO 业务
主要平台为 汉颜空间	主要平台为 轩竹生物 和 惠升生物	主要平台为 澳合研究院	主要平台为 吉林康通
2014 年正式布局医美业务, 与韩国生物制药公司 Hugel, Inc 签署独家代理协议	轩竹生物: 同时具备小分子、大分子创新药开发能力的生物创新药研发平台, 研究领域包括肿瘤、代谢、感染、消化及男性健康等	澳合研究院: 成立 10 年来已申报各类仿制药近百项, 覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、精神神经等重大疾病领域, 在研管线包含 53+ 项具有高技术壁垒的仿制药	旨在打造“原料药+CDMO+制剂”一体化领军企业
2021 年 2 月, 重磅医美肉毒素产品乐提葆正式于中国上市, 成为第四个获准在中国上市的 A 型肉毒素	惠升生物: 国内唯一实现糖尿病和并发症全覆盖的企业, 四代胰岛素研发进展领先	专业高效的学术营销团队促进产品变现	与澳合研究院和其他生产子公司孵化 CMO 和 CDMO 业务

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

表 10 国内四款获批肉毒素品牌

	保妥适 Botox	衡力	吉适 Dysport	乐提葆 Letybo
产品包装				
生产公司	美国艾尔建	中国兰州生物制品研究所	法国 Ipsen	韩国 Hugel
入市时间	1989	1993	1991	2010
国内获批时间	2009	1993	2020	2020
弥散度	小	大	中	中
分子量	900Kda	300/500/900Kda	500/900Kda	900Kda
赋能剂	人血球蛋白	猪明胶	人血白蛋白	人血白蛋白
见效时间	一周左右	一周左右	1-2 天	一至两周
终端价格	高 2500-5000 元/100 单位	中端 800-2000 元/100 单位	偏高 2000 元-4000 元/100 单位 (单位剂量与其他产品不同)	偏高 2000-3000 元/100 单位

数据来源：新氧 App，四环医药公司官网，上海证券研究所

朗姿股份：区域医美终端连锁龙头，全国化布局加速推进。公司于 2016 年切入医美赛道，现已形成时尚女装、医疗美容、绿色婴童三大泛时尚生态圈业务。医美终端机构区域性特征较为明显，头部机构加速扩张迅速占领市场份额。国内医美机构数量众多，但中小型机构占比较高，格局较为分散，伴随监管政策措施，头部合规医美机构将更加集中化。公司三大医美品牌实行多元差异化定位，米兰柏羽定位高端，高一生技术导向，晶肤形成轻医美多店连锁，内生外延不断打开新的增长曲线。21Q1-Q3 公司实现营收 26.51 亿元，同比+32.75%，归母净利润 1.58 亿元，同比+216%。其中，21Q1-Q3 公司医美业务实现营收 8.2 亿元，同比+37.4%，医美业务版图稳健推荐，业绩保持高速增长。

表 11 国内医疗美容整形机构格局

机构类型	代表机构	机构特征
大型机构	美莱、艺星、朗姿、伊美尔、丽都整形，华韩整形	多为连锁机构，且同时拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态的医疗美容机构
中型机构	北京长虹、四川华美、紫馨、上海薇林、杭州时光	包括医院和门诊部两种形式
小微型	许多正规和非正规诊所	包括门诊部和诊所两种形式

数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

表 12 朗姿股份终端机构加速全国化布局

晶肤医美	米兰柏羽	高一生
		
2012 年成立，2016 年被收购	2005 年成立，2016 年被收购	1991 年成立，2018 年被收购
专注年轻化细分市场、标准化快速复制的医美连锁品牌	坚持“品质医美”的高端综合性医美品牌	专业技术行业领先的高端医美品牌，区域医美标杆型机构
分布：成都 10、西安 3、咸阳 1、重庆 1、长沙 1	分布：成都 2、深圳 1、西安 1	分布：西安 1、宝鸡 1

数据来源：公司官网，上海证券研究所

复锐医疗科技：能量源医美设备龙头，加码全球布局。公司作为复星集团旗下大医美平台，2013 年在以色列成立，2017 年在港交所上市，旗下核心子公司 Alma Lasers 成立于 1999 年，是全球能量源医美器械核心供应商。光电能量源医美设备是公司主要产品，公司注重内在研发创新迭代能量源医美设备产品线，同时加码注射填充、个护及牙科新赛道，积极建立医美健康生态平台，并设立多个直销子公司，广泛布局北美、亚太、欧洲等全球市场。21H1 公司营收 1.25 亿美元，同比+75%，实现归母净利润 0.16 亿美元，同比+198%。

表 13 复锐医疗科技业务板块

业务板块	主打产品	应用场景	特色技术	布局时间	20 年收入占比
无创医美	Accent 系列（热拉提）	面部与身体提拉紧致	射超结合	09 年推出首款	72.2%
	Harmony 系列	嫩肤，色素性疾病等超过 65 种 FDA 认证适应症	20 余种激光手具搭配	04 年推出首款	
	Soprano 系列	脱毛	三种波长激光同时输送	06 年推出首款	
无创生美	REJUVE, REMOVE, SPA DEEP 等 (TOB)	塑形、嫩肤、脱毛等治疗	安全稳定的激光技术	13 年推出	8.9%
微创医美	Alma FemiLift 菲蜜丽	私密修复	点阵 CO2 激光技术	12 年推出	12.4%
	BeautiFill15G 天使光雕	抽脂、脂肪填充	闭环脂肪转移	15 年推出	
注射填充	Prophilos 玻尿酸	面部塑形、局部除皱、补水及皮肤修复	透明质酸含量高，不含化学交联剂	18 年获代理权，预计 23 年中国上市	2.6%
	RZL-012 溶脂针	减脂塑形	新型合成小分子 (NCE)	美国 2B 期临床中，预计 24 年中国上市	-
	RT002 肉毒素	眉间皱纹，肌肉痉挛等	肽配方专不含人血/动物蛋白	21 年获得代理权，预计 24 年中国上市	-
牙科	数字化牙科业务	从口扫到建模打印全流程	生物仿真技术，独有的数据技术等	21 年完成收购	-
个护	生活美容仪器				

数据来源：公司官网，上海证券研究所

时代天使：国内口腔隐形正畸龙头，产品组合丰富。公司深耕隐形正畸 20 年，拥有超 50 万例的亚洲人种口腔医学数据库，相对隐适美更加中国本土化。公司产品组合多样，包括时代天使标准版、冠军版、儿童版和 COMFOS，能够满足不同年龄层次客户需求。牙科行业空间巨大，目前国内隐形正畸渗透率仍然仅有 11%，而美国市场的渗透率目前是 33%。龙头强者恒强，公司市占率有望持续提升，护城河壁垒有望加速稳固。21H1 公司实现营收 8.17 亿元，同比+26.4%，归母净利润 1.5 亿元，同比+118.9%，受益于研发与销售驱动，盈利质量优质。

表 14 时代天使产品矩阵

	时代天使标准版	时代天使冠军版	COMFOS	时代天使儿童版
模型				
推出时间	2006	2016	2017	2019
定位	经典款	定位高端, 舒适度、 矫正效率更高	定位青年人的轻微错 颌案例	针对 6-12 岁儿童换 牙期
出厂价(元)	7-8k	9-10k	4-6k	6-9k
建议零售价(万元)	3.2	4.0	2.4	2.6
矫正周期平均时长(月)	23.8	21.5	20.1	8.6
平均所需矫正器(副)	51	92(46对)	43	37
更换下副矫正器频次 (周)	2	2	2	1
产品特点	可用于多种错颌 畸形	软硬两种牙套交替戴 (全球首个多模式隐 形矫正器)	高性价比、适合微调, 不拔牙紫例	国内首个专门针对 6-12 岁儿童的隐形 矫正器

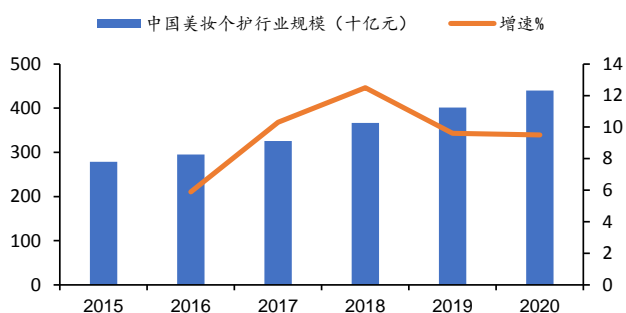
数据来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

三、化妆品产业链: 聚焦确定性与关键环节, 细分赛道百花齐放

3.1 行业: 国潮兴起, 景气延续

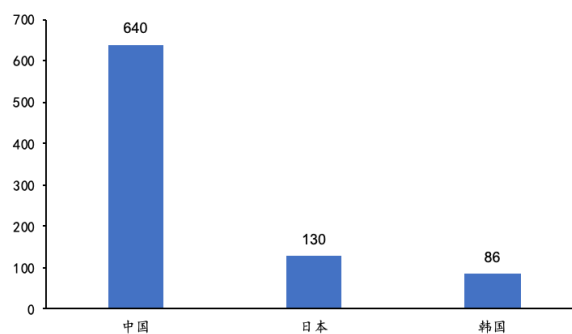
万亿赛道, 厚雪长坡。根据艾媒数据, 2020 年因受疫情扰动, 增速同比下降了 7%, 中国化妆品市场规模达 3958 亿元。假设未来 10 年行业增速保持 10% 增速, 2030 年市场规模有望达到万亿元。对标日本、韩国 2020 年人均化妆品消费 103、165 亿美元, 中国人均化妆品年消费额 45 美元, 不及日本、韩国人均消费额的 1/2, 中国化妆品行业仍有较大的渗透空间。

图 17 中国美妆个护行业规模和增速



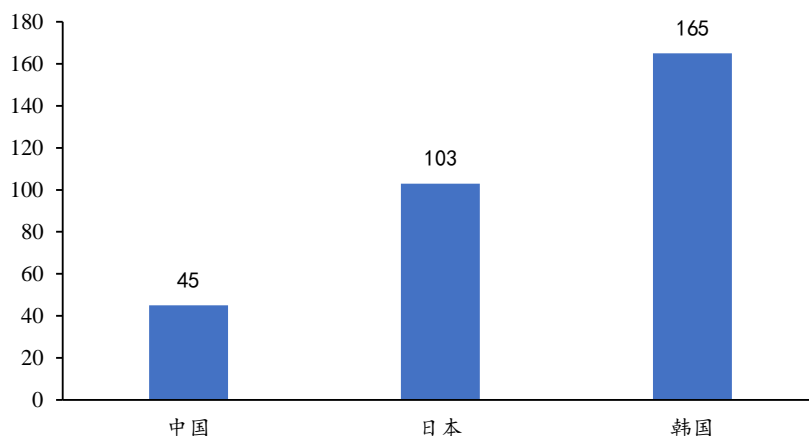
数据来源：智研咨询，上海证券研究所

图 18 2020 年各国化妆品市场规模 (亿美元)



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

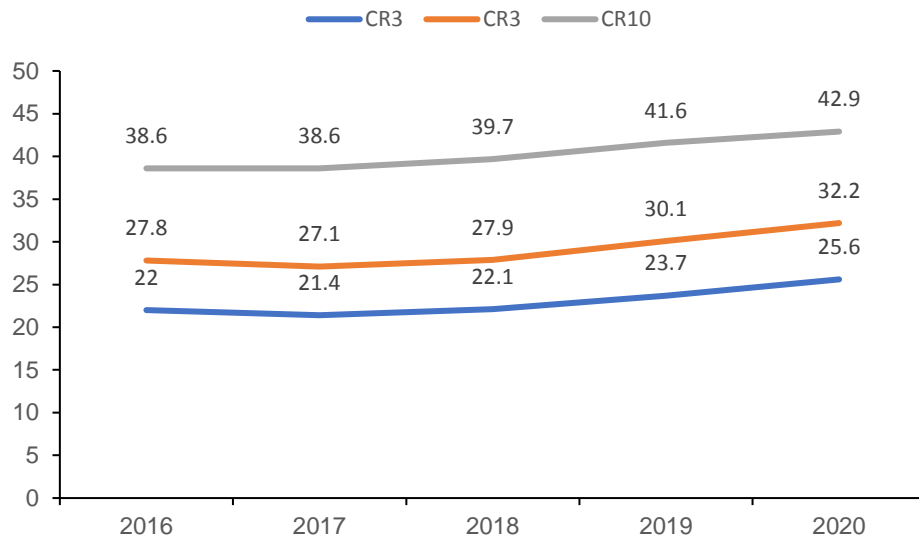
图 19 2020 年各国人均化妆品消费额对比 (美元)



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

国货大众市场竞争力强，高端市场海外品牌垄断。2020 年，中国化妆品市场中，市占率 TOP10 公司占据 42.9% 市场份额。2016-2020 年，海外品牌在中国高端护肤市场中占据主导地位，始终保持 30% 以上市场份额，而国货品牌不到 4%。高端市场受制于品牌和研发技术影响，国货产品在大众市场因性价比较高，竞争优势较为明显。2020 年，本土品牌在大众护肤市场中 CR10 市占率达 11.8%。

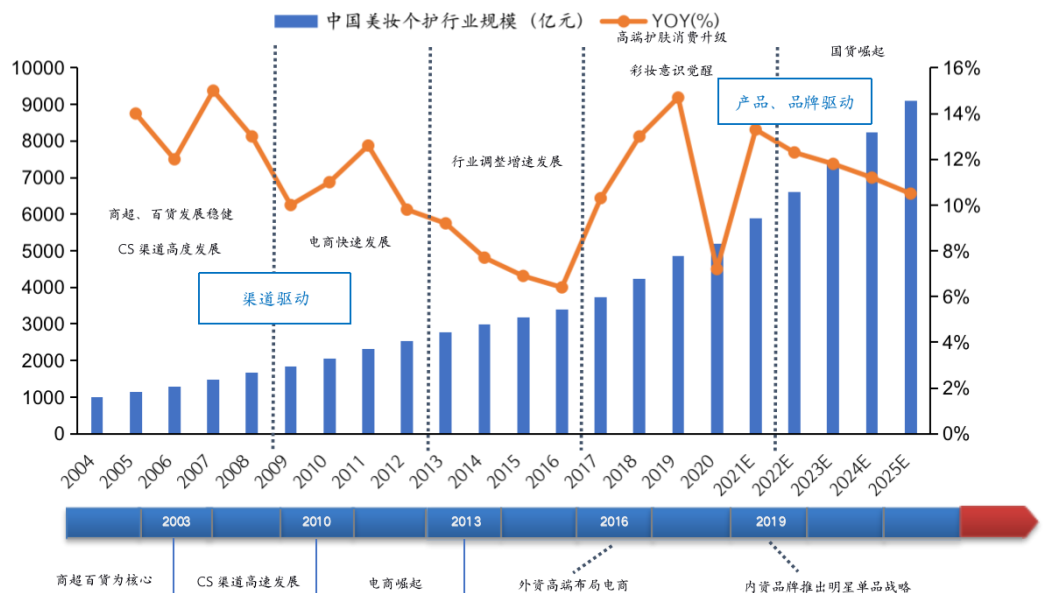
图 20 中国化妆品行业集中度不断提升, %



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

渠道驱动到产品、品牌驱动，功效护肤品、彩妆赛道增速较快。国货化妆品赛道成长初期，渠道和营销成为企业快速提升市占率关键，伴随消费升级，消费意识觉醒与成分党兴起，化妆品企业关注焦点从营销渠道驱动转为产品及品牌驱动。叠加线上互联网渠道兴起，精细化运营也成为品牌竞争关键。

图 21 国货化妆品大众市场份额不断提升

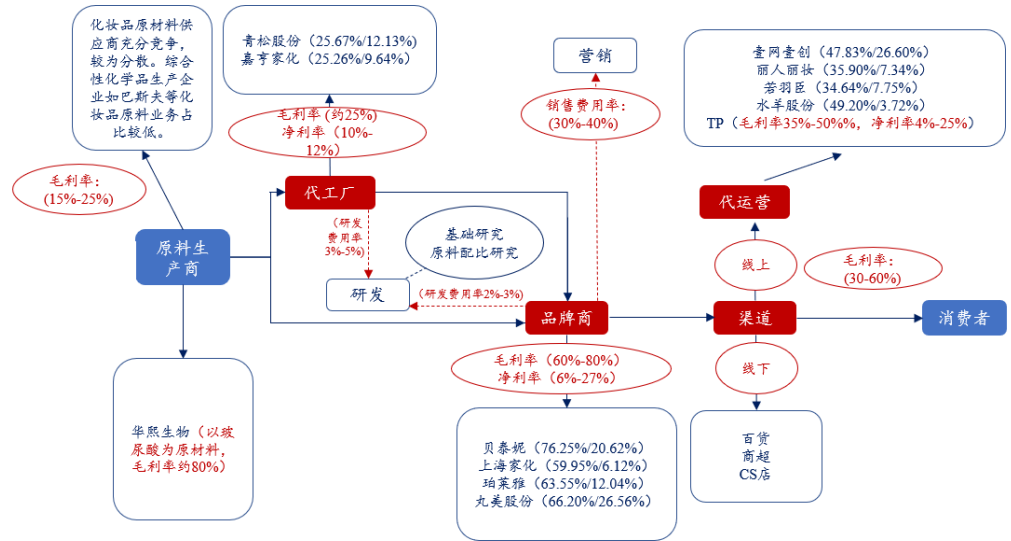


数据来源：立鼎产业研究院，上海证券研究所

化妆品产业链包括原材料生产商、代工厂、品牌商、线上代运营和平台商、线下渠道及营销渠道等关键环节。原料商多为化工企业，供给化妆品生产基础原料及包材，如巴斯夫、亚仕兰等，毛利

率在 20%左右。其中，华熙生物以玻尿酸为原材料，毛利率在 80%左右。代工厂包括 OEM（仅生产）、ODM（研发及生产）与 OBM（建立自主品牌），环节属性为制造业，毛利率在 13%-28%。品牌商在产业链中掌握产业定价权，处于产业链主导地位，如千亿至万亿级大市值公司欧莱雅、雅诗兰黛等，国货化妆品品牌商贝泰妮、上海家化、珀莱雅等毛利率在 60%-80%之间。代运营商如壹网壹创等为香化企业提供全方位线上服务，毛利率在 35%-50%。

图 22 化妆品产业链各环节



数据来源: Wind, 上海证券研究所

3.2 趋势：淘外渠道崛起，功效成必选项

流量分散化，淘系渠道增速放缓。淘系流量增长放缓，以抖音、快手、小红书为代表社交媒体电商平台成为流量新机会点。2021年，双11期间，天猫销售额达5403亿元，同比增速8.5%。京东平台销售额达3491亿元，同比增速28.6%。星图数据显示，双11期间点淘、抖音和快手等直播电商平台销售额为738亿元。品牌直播成为销售增长重要驱动力，双十一期间淘宝直播间43个商家直播间销售额超亿元。

表 15 美妆品牌 2021 年双十一天猫、抖音销售额（单位：百万元）

分类	品牌	天猫		抖音		
		21 年双十一	YOY	20 年双十一	19 年双十一	21 年双十一
国货精品	薇诺娜	1407	99%	708	347	164
		1080*	52%			
	珀莱雅	879	195%	299	205	139
		656*	120%			
	玉泽	487	150%	194	85	11
		313*	61%			
	夸迪	380	290%	97	1	39
	润百颜	168	-8%	183	54	23
	丸美	82	-28%	113	105	23
		53*	-53%			
百雀羚	311	32%	235	490	47	
自然堂	642	75%	366	498	149	
本土新锐	花西子	312	-38%	500	332	149
	完美日记	368	-41%	627	583	53
	HFP	131	-50%	264	359	3
	瑗尔博士	118		-	-	-
国际顶端	希思黎	318	4%	305	150	5
	海蓝之谜	676	5%	646	233	73
	赫莲娜	764	35%	567	232	41
	娇兰	563	32%	425	212	12
国际高端	雅诗兰黛	2137	-10%	2375	1346	209
	兰蔻	2013	-3%	2075	1203	100
	后	1466	21%	1211	477	512
	资生堂	1276	61%	791	315	17
	雪花秀	613	-25%	819	358	318
	SK-II	750	-21%	950	595	181
	黛珂	479	36%	353	158	8
	雅顿	456	-2%	466	330	22
	CPB	685	96%	349	153	18
国际大众	欧莱雅	2580	20%	2149	1056	76
	Olay	612	-36%	961	1035	44
	美宝莲	134	-49%	266	317	11

数据来源：魔镜情报数据，飞瓜数据，上海证券研究所

功效 IP 成国货化妆品突围必选项。化妆品行业政策推动产业趋向高质量方向发展，功效性赛道备受资本青睐，行业需求拐点显现，从保证产品安全转变为有效。2020 年，功能性护肤品市场规模达 810 亿元，占整个行业比重为 15.58%，同比增长 9.46%（全球同比增长 6.11%）。纵观整个化妆品市场，近 5 年功效概念成为重要推动力，预计 2024 年功能性护肤品赛道规模有望突破千亿元。2021

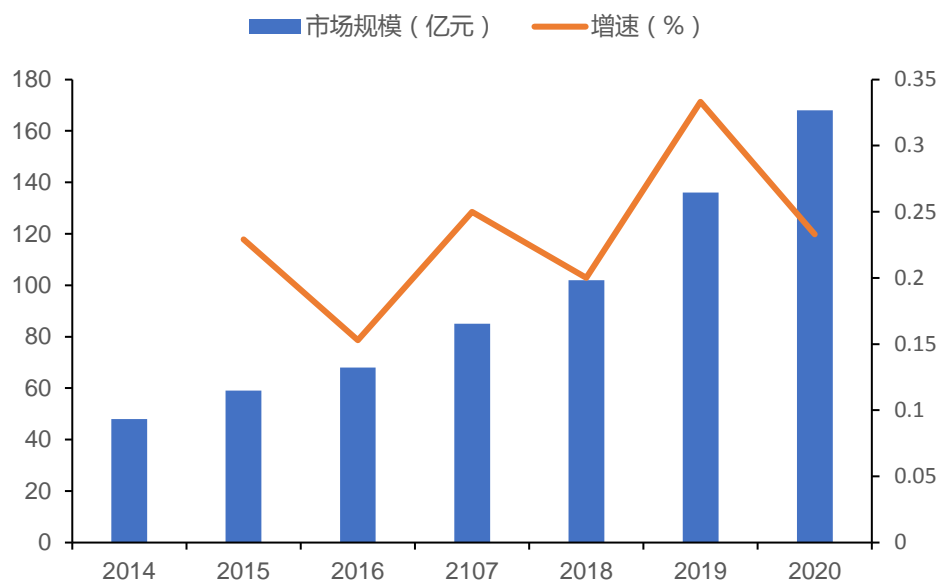
年双 11 国货销售额同比增速 78.90%，远超国际品牌 26.79% 的增幅。国货功能性护肤品表现亮眼，线下渠道成为功能性护肤品牌的新增发力点。

表 16 中国功能性护肤品行业发展历程

	1998-2008 年起步期	2009-2014 年转型期	2015-至今国产品牌崛起期
发展情况	国际品牌进驻，开启中国功能性护肤品市场 1998 年，薇姿品牌率先进入中国市场，开辟护肤品在药房销售道路 2004 年，法系品牌雅漾和理肤泉进入中国市场	品牌开展渠道转型应对发展瓶颈 2010 年开始，薇姿品牌遭遇增长瓶颈，销售额增速逐渐放缓 泽平、可采等国产功能性品牌因转型商超渠道策略失败导致衰退	国产品牌市场表现好，市占率不断提高 2017-2019 年，薇诺娜营收从 7.8 亿元增长至 19.2 亿元，复合增速为 56.6% 2014-2019 年，国产功能性护肤品市占率由 10.7% 提升至 27.3%
销售渠道	药店/药房为主要渠道 1998-2000 年，薇姿与药房合作，在 200+ 大型药房设立专柜 2006 年，资生堂旗下功能性护肤品牌菲璐泽在中国 7 个城市 550 个药房布局销售	销售渠道拓展至百货和医院渠道 2009 年，雅漾和理肤泉品牌从药房渠道向百货渠道方向拓展 2009 年，玉泽品牌以药房和医院为主要销售渠道 2010 年，美国修丽可品牌进入中国，布局医疗诊所和百货商场	线上渠道占比持续提升，成为主流渠道 2016-2019 年，华熙生物功能性护肤品线上渠道占比从 25.8% 提升至 57.1% 2019 年，薇诺娜品牌线上渠道占比达 76.7%
营销特点	口碑式营销营销形式：科普软文宣传为主，仅部分品牌投放电视广告营销特点：品牌对营销持保守态度，不请代言人、不参与综艺等影视节目广告植入，依赖于用户口碑推荐宣传		高投入打造多元化营销 2020H1，国产功能性护肤品品牌销售费用率为 40-50% 社媒营销、广告宣传和流量带货等多种营销方式

数据来源：头豹研究院，上海证券研究所

图 23 2014-2020 年中国皮肤学级（敏感肌）护肤品及增速



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

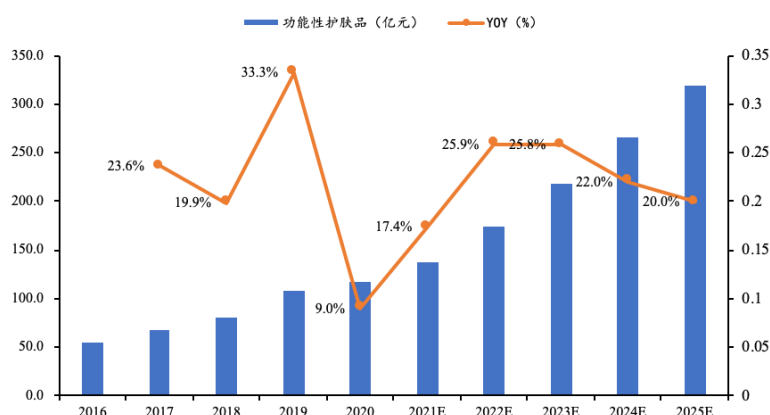
3.3 核心标的：品牌分化，龙头恒强

贝泰妮：聚焦功效护肤赛道，多维度构建品牌壁垒。公司成立于 2010 年，精研敏感肌护理。贝泰妮在国货美妆领域具有产品、渠道、营销、公司治理等多维度优势，2021 年 3 月公司上市成为国货功效化妆品龙头。公司进入高速增长阶段，2017-2020 年公司营收 CAGR 达 49.97%，利润 CAGR 为 52.37%。2021 年前三季度，公司实现营收 21.13 亿元，同比+47.11%；实现归母净利润 3.55 亿元，同比+65.03%。2020 年，公司以 21.6% 的市占率位居功效护肤品行

请务必阅读尾页重要声明

业第一。2018-2020 年，公司旗下薇诺娜品牌连续 3 年位列天猫双 11 美妆护肤前 10 名。

图 24 中国功能性护肤品市场规模和增速



数据来源：头豹研究院，上海证券研究所

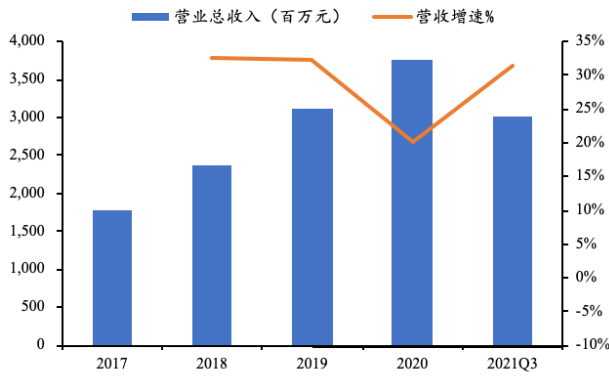
薇诺娜品牌产品多线延伸，加速拓展婴童和院线专业市场。2021 年双 11 预售首日“薇诺娜”突破 7 亿元，超过去年双 11 全区间段，明星单品特护霜销售破 2 亿元，冻干面膜全网断货，未来也将在抗衰等领域推出新品牌。品牌矩阵协同发展，子品牌薇诺娜 baby 专注婴幼儿护肤，产品经过临床试验并拥有专家背书。稳步推进全渠道布局，注重拓展新兴渠道，入驻屈臣氏，开设线下体验中心。21H1 线上渠道营收 11 亿元，同比+41.2%，占比 78.5%。线上自建平台营业收入同比+37%，淘系以外的第三方平台如抖音等同比+60%，线下同比+92.73%。同时，公司加大私域流量布局，实现降本增效，提高用户对品牌的粘性。

表 17 公司线上收入占比较大

销售渠道	销售模式	2018		2019		2020		2021H1	
		销售收入 (百万元)	增速	销售收入 (百万元)	增速	销售收入 (百万元)	增速	销售收入 (百万元)	增速
线上	线上自营	628.16	73.00%	1074.84	71.10%	1658.27	54.30%	772.95	35.00%
	线上分销	253.63	102.3%	408.84	61.20%	513.53	25.60%	327.5	58.30%
线下	线下自营	7.55	-47.0%	3.12	-58.6%	2.48	-20.50%	0.2	-81.30%
	线下分销	340.39	19.90%	447.64	31.50%	446.3	-0.30%	301.92	92.70%

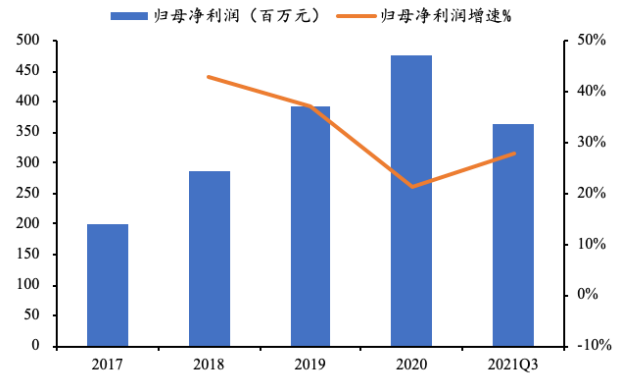
数据来源：公司公告，公司招股说明书，上海证券研究所

图 25 2017-2021Q1-Q3 贝泰妮营业收入和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 26 2017-2021Q1-Q3 贝泰妮归母净利润和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

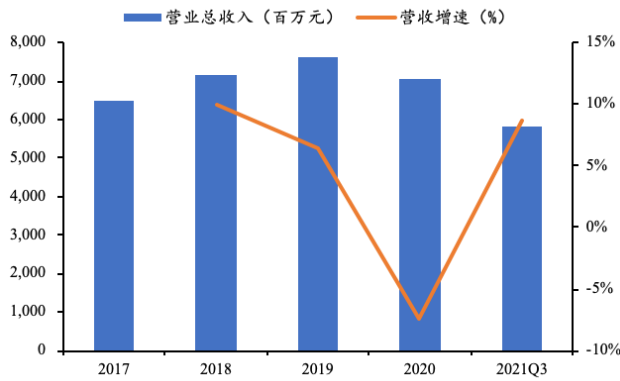
珀莱雅：大单品战略持续推进，新品牌价值凸显。公司深耕国货化妆品赛道 17 年，拥有珀莱雅、彩棠、悦芙媿等 10 多个品牌矩阵。大单品策略成效显著，红宝石、双抗系列势头较好，彩妆品牌彩棠进展顺利，高端品牌陆续推出拓展用户群体，产品、渠道、品牌趋势向好。21Q1-Q3 公司营收 30.12 亿元，同比+31.48%，归母净利润 3.64 亿元，同比+27.82%，盈利与成长能力稳健。21Q1-Q3 线上营收同比+74.25%，占比 81.85%，天猫、抖音为主的直营电商贡献主要收入增量。

表 18 珀莱雅公司品牌业务矩阵

产品类别	品牌	价格 (元)	主要产品系列	品牌
大众护肤品	珀莱雅	100-450	水动力系列、紧致肌密系列、舒敏保湿系列、水漾透润系列、靓白芯肌系列、红宝石系列、双抗系列、深海蕴活系列	
	悦芙媿	50-100	美白系列、护肤系列、彩妆系列、面膜系列	
彩妆	彩棠	150-200	大师底妆系列、灵动彩妆系列、匠心妆具系列	
	INSBBAHA	50-150	三星堆联名系列、SteveAoki 联名系列、致敬经典系列、彩妆工具系列	
功效性护肤	CORRECTORS	260-600	配方护肤系列	

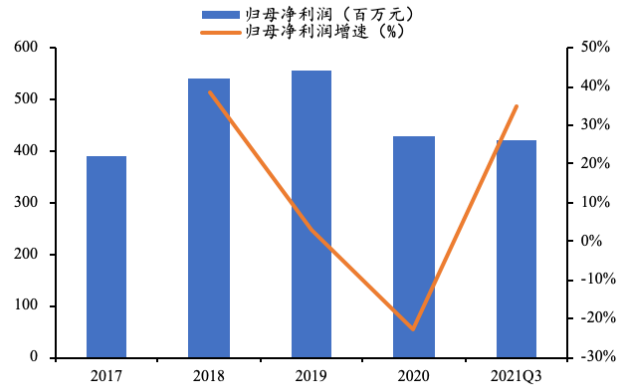
数据来源: 公司公告, 公司官网, 上海证券研究所

图 27 2017-2021Q1-Q3 珀莱雅营业收入和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 28 2017-2021Q1-Q3 珀莱雅归母净利润和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

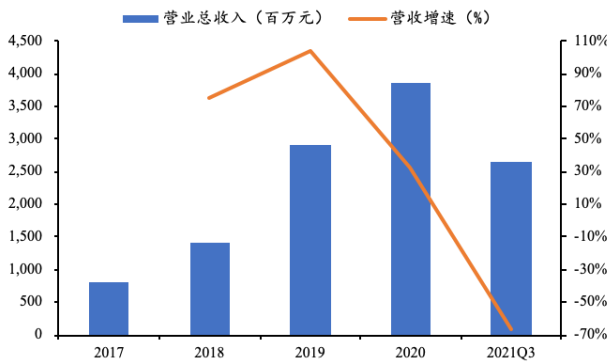
上海家化：百年家化龙头，品牌阵容全面。公司重视研发创新，123 经营方针稳步推进，积极进行佰草集焕新，精简长尾 SKU，渠道端继续提效，改革优化效果显现。21Q1-Q3 公司营收 58.3 亿元，同比+8.7%，归母净利润 4.2 亿元，同比+34.7%。公司持续优化线上渠道业务，构建天猫与抖音闭环双平台，21Q3 电商渠道营收同比+45%。加码数字化营销，私域运营效果显著，粉丝多达 25 万人，社群超 800 个。同时，公司加大线下零售转型，线下营收占比超 10%，同比+100%。

表 19 上海家化公司品牌矩阵

	品牌名称	品牌定位	品牌分类	所属品类
上海家化 2020 年收入 70.32 亿元	佰草集	高端中草药护肤，曾是公司护肤产品销售主力	高速增长	护肤品类 约 22.1 亿，占比 31.4
	玉泽	皮肤屏障修护，新晋爆款	高速增长	
	芙萃	科研级护肤，从“佰草集”中剥离而来	高速增长	
	双妹	高端香氛护肤	高速增长	
	高夫	专业男士护理	细分冠军	
	美加净	大众护肤，历史悠久	细分领先	个护家洗品类 约 24 亿，占比 34.1%
	六神	个人护理，立足中医中草药	细分冠军	
	家安	家居清洁护理	细分领先	
	启初	高端婴幼儿个人护理	细分冠军	母婴品类
	汤美星	婴童喂哺，源自英国	收购品牌	约 20.7 亿。占比 29.5%
	合作品牌	片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯等	代理品牌	合作品类 约 3.5 亿，占比 5.0%

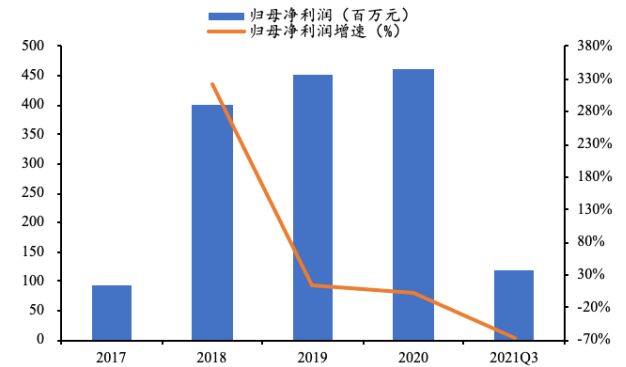
数据来源: 公司公告, 公司官网, 上海证券研究所

图 29 2017-2021Q1-Q3 上海家化营业收入和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 30 2017-2021Q1-Q3 上海家化归母净利润和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

青松股份：国内规模最大的综合性化妆品代工企业，产能、研发和客户资源优势凸显。21Q1-Q3 公司营收 26.65 亿元，同比-3.21%，归母净利润 1.19 亿元，同比-66.85%。其中 21Q3 营收 7.54 亿元，同比-21.29%，净利润-0.62 亿元，同比-147%，Q3 亏损主要系深加工板块原材料价格上涨，未能及时传导到下游导致净利润下滑，叠加三季度化妆品板块订单下滑较多，成本上涨，整体利润承压。但行业层面，化妆品新规功效测评将于 2022 年 1 月 1 日开始强制实施，新规进入倒计时，上游优质代工厂加速集中，利好头部代工厂。

表 20 诺斯贝尔客户包括国际品牌与国内新锐品牌

2016-2018 年主要客户	2019 年主要客户	2020 年主要客户
<p>国际知名品牌/企业:妮维雅、屈臣氏、GAMA、利洁时、Yokota Intergrallnc 等</p> <p>国内知名品牌/企业:韩后、高姿、伽蓝集团、御家汇、植物医生、上海悦目、完美集团、上海家化等</p>	<p>国际知名品牌:联合利华、屈臣氏、滴露、GAMA 等</p> <p>国内知名品牌:上海家化、植物医生、伽蓝集团、高姿、伊贝诗、御泥坊等</p> <p>新锐品牌:完美日记、三草两木、溯黎、Babysec 等</p>	<p>国际知名品牌:宝洁、联合利华、屈臣氏、资生堂、妮维雅、elf、滴露、GAMA、梦妆等</p> <p>国内知名品牌:上海家化、植物医生、伽蓝集团、高姿、韩后、相宜本草、欧诗漫、伊贝诗、溯黎</p> <p>新锐电商品牌:完美日记、三草两木、纽西之谜、云集等</p>

数据来源: 公司公告, 公司官网, 上海证券研究所

图 31 2017-2021Q1-Q3 青松股份营业收入和增速

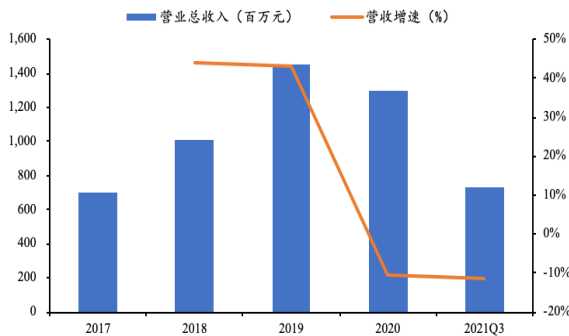
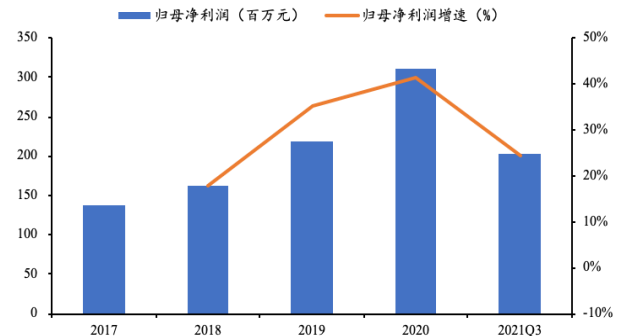


图 32 2017-2021Q1-Q3 青松股份归母净利润和增速

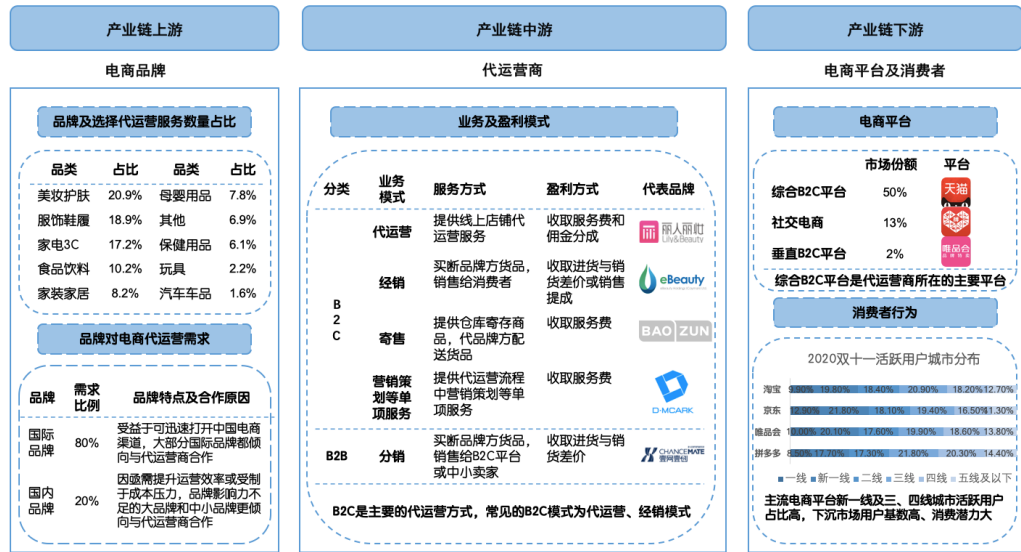


数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

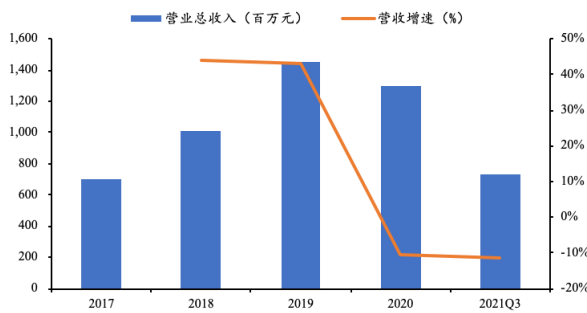
壹网壹创: 电商服务商龙头, 加速全域布局。公司依托传统 TP 品牌服务经验, 进行全域电商渠道布局, 增品牌、扩品类、拓渠道效果显现, 淘外平台增速放量, 2021Q1-Q3, 淘外 GMV 同比增速 +210.93%。21Q1-Q3 公司实现营收 7.29 亿元, -11.56%, 归母净利润 2.04 亿元, +24.24%, 营收下降主因受大客户百雀羚旗舰店合作方式调整干扰。受益泡泡玛特等新品类快速增长, 公司新增食品潮玩等新消费品业务 Q3GMV 同比+75.38%。

图 33 电商代运营产业链各环节



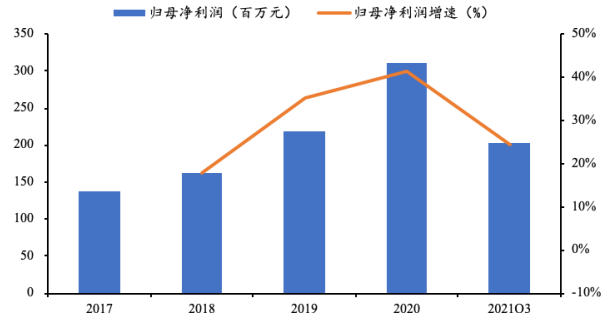
数据来源: 头豹研究院, 上海证券研究所

图 34 2017-2021Q1-Q3 壹网壹创营业收入和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 35 2017-2021Q1-Q3 壹网壹创归母净利润和增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

四、投资建议

我们认为 2022 年医美化妆品行业依然保持高景气趋势, 重点建议关注三条主线: 1) 具备前瞻性产品布局的医美龙头企业爱美

容；2) 高成长功效护肤赛道，看好聚焦功效护肤赛道，多维度构建品牌壁垒的功能性护肤龙头企业贝泰妮、华熙生物、鲁商发展，以及受益于化妆品新规、高增长终端需求拉动和原材料成本改善的化妆品代工企业青松股份与水嘉亨家化；3) 具备品牌优势、发力新兴抖快渠道的国货化妆品品牌商珀莱雅、上海家化，及头部品牌代运营商壹网壹创。

风险提示

- (1) **行业竞争加剧。**国际国内品牌进入者较多，行业竞争加剧；
- (2) **消费需求不及预期。**若 2022 年宏观经济面临下行趋势，消费者购买力也将下降，需求将受到较大影响，美妆行业盈利能力将面临下行风险；
- (3) **疫情反复导致消费意愿被抑制。**若疫情持续反复，将对消费者消费意愿产生影响，对医美及化妆品行业冲击显著；
- (4) **法律诉讼风险。**由于广告投放审查不当、医疗事故等问题产生的消费者纠纷。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。