



Research and
Development Center

强者恒强，细分高潜赛道优势领先

—化妆品行业 2022 年策略报告

2021 年 12 月 27 日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理
185 1658 2264
Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业深度报告

行业评级 看好

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

强者恒强，细分高潜赛道优势领先

本期内容提要：

- ◆**行情分化，头部品牌商占优。**行情方面，根据申万化妆品指数，截止12月24日，化妆品行业累计涨幅2.9%，其中鲁商发展、贝泰妮、上海家化、珀莱雅实现16%以上涨幅，品牌商整体表现更佳。基本面方面，去年疫情基数以及线上流量红利放缓等因素影响下，行业增速逐季放缓，头部品牌商凭借品牌沉淀及灵活营销抗周期能力更强，21年前三季度代表标的归母净利润增速分别为12.6%、10.2%，其中水羊股份、贝泰妮、上海家化、珀莱雅实现业绩增长分别为102.9%、65.0%、34.7%、27.8%，远优于行业增长。
- ◆**长期需求向上，国货品牌追赶，国货品牌追赶。**根据欧瑞咨询，2020年化妆品行业市场规模达5200亿元，15-20年复合增速约10%；21年1-11月化妆品限额社零增速回升至15.3%，是消费品板块中景气度较高的子行业。对标全球成熟市场我国化妆品人均消费仍处于低位，2020年我国化妆品人均消费金额为58美元/年，同期美国、日本、韩国为277美元/年、272美元/年、263美元/年，新生代消费群体加入将持续拉高年均消费，长期空间较大。本土护肤品品牌在大众化领域建立优势，份额追赶，2020年百雀羚、自然堂、珀莱雅、薇诺娜、御泥坊、佰草集、HFP七大品牌进入前20名，份额为13.2%，较15年提升2.7pct，对标全球成熟市场本土品牌集中度，国货品牌有望不断提升产品及营销力实现份额追赶。
- ◆**看好专业皮肤护理及彩妆等细分高潜赛道，关注产品实力提升及营销灵活品牌商。**行业进入品牌及产品驱动年，流量分化对品牌沉淀、产品研发实力、灵活营销能力提出更高要求，我们看好三条主线：1) 看好专业皮肤护理及彩妆等高潜赛道：根据Frost&Sullivan专业皮肤护理市场景气度，16-20年复合增速为30.3%，本土品牌凭借产品创新、专业渠道沉淀以及灵活营销形成优势；彩妆市场方兴未艾，根据欧瑞咨询15-20年复合增速为18.7%，对标全球发达市场处于低配阶段，本土新锐品牌抢占大众国货市场；2) 看好持续提升产品力的公司：新规落地提升行业准入门槛，未来不断夯实研发实力、加强产品创新、注重畅销品打造的品牌商有望跨越行业周期，提升份额；3) 线上流量分化，看好营销灵活的品牌商：21年抖音等短视频平台成为线上重要增长引擎，根据果集网，21年4-8月抖音GMV占比淘系超过22%，大牌国货美妆加码布局，珀莱雅、薇诺娜等品牌表现亮眼，看好未来在新兴渠道快速反应、灵活布局的品牌商。
- ◆**投资建议：**化妆品行业维持较高景气度，21年1-11月限额社零增速为15.3%，对标海外增长潜力大；近年来国货品牌凭借产品提升、灵活营销、品牌沉淀不断追赶，本土品牌集中度有所提升。未来我们看好细分高潜赛道领先的品牌商、不断夯实产品研发实力以及流量运营能力的公司，重点推荐贝泰妮（皮肤学护肤赛道龙头品牌商，新产品、新渠道打磨见效，新品牌可期）、珀莱雅（产品力不断提升，大单品战略卓有见效，新渠道反应灵活）、华熙生物（功能性护肤品赛道龙头品牌商，产品力领先）、鲁商发展（卡位功能性护肤品赛道，研发沉淀深厚，化妆品业务高增可期）、上海家化（老牌国货美妆日化企业，123方针下产品、营销、渠道改革逐步见效），建议关注高潜细分赛道未上市标的，如敷尔佳、毛戈平等。
- ◆**风险因素：**行业景气度下行、竞争恶化、新品推进不及预期、流量成本持续上升等。

目录

行情及基本面回顾.....	4
1.1 行情回顾：行情分化，品牌商整体表现更佳.....	4
1.2 基本面回顾：季度增速回落，头部品牌商抗周期能力更强.....	5
投资策略.....	5
2.1 行业需求长期向上，大众市场国货优势逐步显现.....	5
2.2 投资主线一：寻找细分高潜赛道，专业皮肤护理、彩妆赛道颇具看点.....	7
2.3 投资主线二：新规提升行业门槛，产品力领先品牌商更易跨越周期.....	11
2.4 投资主线三：线上流量分化，具备灵活流量运营能力品牌商优势突出.....	13
重点关注标的.....	15
3.1 贝泰妮：皮肤学护肤龙头品牌商，品牌产品渠道高壁垒.....	16
3.2 珀莱雅：大单品战略卓有成效，新渠道持续发力.....	16
3.3 华熙生物：透明质酸钠全产业链开花，多业务可期.....	17
3.4 鲁商发展：化妆品业务高增，大步迈进大健康产业.....	18
3.5 上海家化：品牌渠道营销改革见效，长期股权激励彰显信心.....	18
风险因素.....	19

表目录

表 1：化妆品板块代表公司 21Q1-Q3 收入业绩情况（单位：亿元）.....	5
表 2：中国市场专业皮肤护理市场重点竞争品牌情况.....	9
表 3：2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况（单位：%）.....	10
表 4：化妆品行业新规对特定功效宣传要求.....	12
表 5：代表国货化妆品品牌商近年来打造大单品案例.....	12
表 6：2021 年 4 月-2021 年 8 月抖音小店品类结构情况.....	14
表 7：化妆品行业重点品牌抖音小店布局情况.....	15
表 8：重点公司盈利预测及估值情况.....	19

图目录

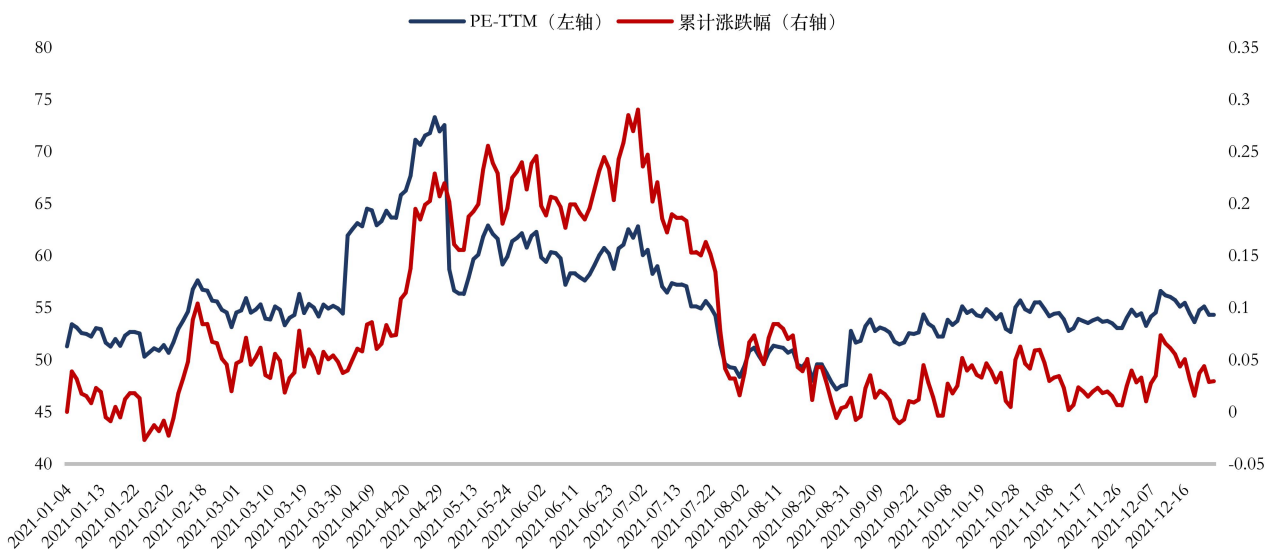
图 1：申万二级行业化妆品指数年初至今累计涨跌幅及 PE 情况.....	4
图 2：化妆品代表公司 2021 年至今涨跌幅.....	4
图 3：化妆品代表公司动态 PE 及变化.....	4
图 4：化妆品行业 2015-2020 年市场规模及增速（亿元）.....	6
图 5：化妆品行业 2001-2021 年 1-11 月（累计值）限额社零增速情况.....	6
图 6：2020 年中国/日本/美国化妆品人均消费支出（单位：美元/年）.....	6
图 7：2020 年中国/日本/美国化妆品人均消费支出占比人均 GDP.....	6
图 8：2020 年中国护肤品市场 TOP20 品牌份额情况（单位：%）.....	7
图 9：2020 年护肤品类目 TOP20 本土品牌中外份额对比（单位：%）.....	7
图 10：2020 年护肤品类目 TOP20 品牌中本土品牌份额占比对比.....	7
图 11：中国皮肤护理市场规模划分情况.....	8
图 12：中国专业皮肤护理市场规模及增速（亿元）.....	8
图 13：中国功能性护肤品以及医疗器械类敷料产品市场规模（亿元）.....	8
图 14：中外功能性化妆品渗透率比较.....	9
图 15：中国敏感肌及暗疮性问题皮肤用户基数（万人）.....	9
图 16：中国彩妆市场规模及变化（单位：亿元）.....	11
图 17：中国、美国、日本、韩国彩妆消费占比护肤品比重.....	11
图 18：中国彩妆市场竞争格局（%）.....	11
图 19：中国化妆品线上市场规模及增速（单位：亿元）.....	13
图 20：不同类目线上渗透率对比.....	13
图 21：2021 年以来化妆品淘系 GMV 增速情况.....	14
图 22：2021 年 4-8 月抖音小店 GMV 及淘系占比.....	14
图 23：21 年 1-11 月珀莱雅品牌抖音渠道 GMV 与天猫旗舰店比重情况（单位：万）.....	15
图 24：2021 年双十一期间抖音渠道美妆品类 TOP 榜单情况（单位：万）.....	15

行情及基本面回顾

1.1 行情回顾：行情分化，品牌商整体表现更佳

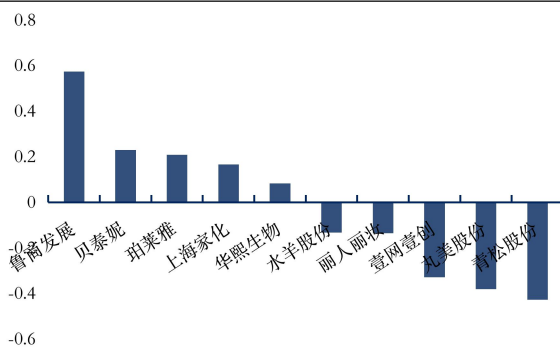
年初至今化妆品行业行情分化，品牌商整体表现更佳。根据申万化妆品指数，截止 2021 年 12 月 24 日，化妆品行业较年初累计涨幅为 2.9%，板块 PE 为 54.4 倍，较年初涨幅为 6.0%，化妆品行业上半年在消费板块集体回撤压力下上涨 27.0%，板块 PE 达 61.7 倍，主要在于 21Q1 板块基本面良好，得益于线下复苏及电商高景气度驱动；下半年板块回撤，估值回落，主要在于 21Q2 开始板块收入业绩增速受去年高基数、线上红利放缓、疫情反复等因素影响开始回落。从细分领域看，头部品牌商表现亮眼，抗周期能力更佳；截止 2021 年 12 月 24 日，鲁商发展、贝泰妮、珀莱雅、上海家化、华熙生物、水羊股份、丽人丽妆、壹网壹创、丸美股份和青松股份较年初上涨分别为 57.4%、22.9%、20.9%、16.6%、8.2%、-13.3%、-13.5%、-32.9%、-38.1%和-42.7%；动态 PE 分别为 18 倍、124 倍、77 倍、51 倍、99 倍、30 倍、24 倍、33 倍、48 倍、25 倍，板块估值存在分化，除丸美股份、青松股份、鲁商发展外其他公司今年以消化估值为主。

图 1：申万二级行业化妆品指数年初至今累计涨跌幅及 PE 情况



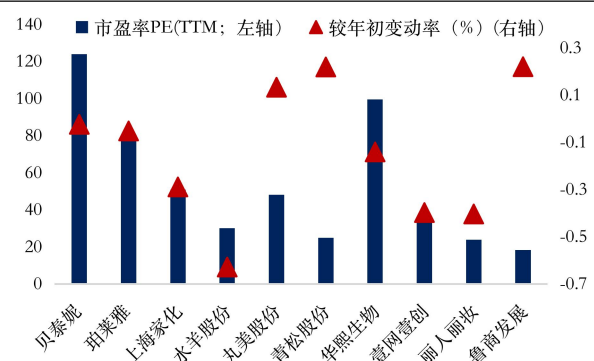
资料来源：wind，信达证券研发中心（截止 2021 年 12 月 24 日）

图 2：化妆品代表公司 2021 年至今涨跌幅



资料来源：wind，信达证券研发中心（截止 2021 年 12 月 24 日）

图 3：化妆品代表公司动态 PE 及变化



资料来源：wind，信达证券研发中心（截止 2021 年 12 月 24 日）

1.2 基本面回顾：季度增速回落，头部品牌商抗周期能力更强

21年以来季度增速逐步回落，头部品牌商抗周期能力更佳。从板块基本面看，21Q1-Q3代表标的平均实现收入及归母净利润增速为12.6%、10.2%，呈现逐季度增速放缓趋势，主要在于：1) 受疫情影响去年行业基数逐季提升，今年二季度以来国内疫情有所反复，影响增长；2) 线上流量红利逐步放缓，影响线上高增长及获得成本；3) 原材料涨价压力，部分公司三季度成本端开始体现，影响利润率。头部品牌商具备较强抗周期能力，凭借产品升级、灵活营销以及品牌沉淀实现稳定增长，其中水羊股份、贝泰妮、上海家化、珀莱雅、华熙生物、鲁商发展21Q1-Q3分别实现归母净利润增速为102.9%、65.0%、34.7%、27.8%、26.9%、21.9%，远高于行业平均增长率，贝泰妮、珀莱雅在行业21Q3增速大幅放缓背景下依然保持高增长势头，表现出较强品牌及营销力。

表1：化妆品板块代表公司21Q1-Q3收入业绩情况（单位：亿元）

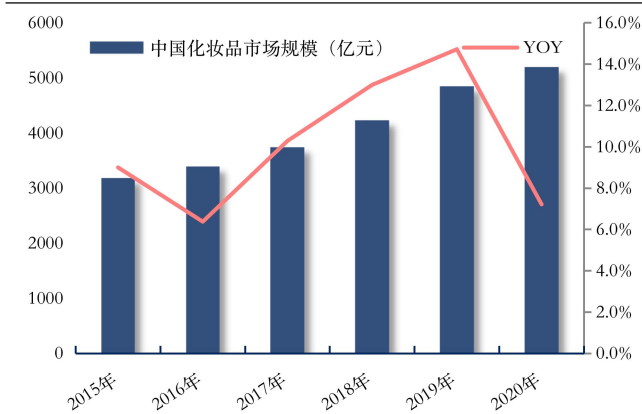
	21Q1		21Q2		21Q3		21Q1-Q3		
	收入 YOY	归母净利润 YOY	收入 YOY	归母净利润 YOY	收入 YOY	归母净利润 YOY	收入 YOY	归母净利润 YOY	归母净利率
贝泰妮	58.93%	45.83%	45.10%	75.47%	47.27%	64.29%	49.05%	65.03%	16.80%
上海家化	27.03%	41.92%	3.71%	81.69%	-3.46%	4.65%	8.73%	34.71%	7.20%
丸美股份	9.12%	-15.75%	10.94%	-40.27%	-23.26%	-167.51%	0.04%	-57.99%	12.48%
水羊股份	58.03%	1040.09%	45.11%	88.65%	28.72%	49.35%	41.48%	102.91%	4.44%
华熙生物	111.14%	41.05%	100.35%	30.91%	65.69%	14.22%	88.68%	26.91%	18.43%
青松股份	20.69%	8.77%	-2.85%	37.07%	-21.29%	-147.00%	-3.20%	-66.85%	4.47%
珀莱雅	48.85%	41.38%	30.41%	15.01%	20.73%	30.09%	31.47%	27.82%	12.08%
鲁商发展	21.32%	37.25%	10.35%	27.12%	-34.59%	11.00%	-9.75%	21.90%	7.92%
壹网壹创	4.21%	12.29%	-23.40%	20.04%	-8.91%	39.07%	-11.56%	24.24%	27.98%
丽人丽妆	15.51%	5.01%	-4.38%	49.07%	-2.15%	35.76%	1.49%	36.45%	10.44%
平均值	32.71%	27.62%	16.77%	20.49%	-4.65%	-14.32%	12.64%	10.15%	10.01%

资料来源：wind，信达证券研发中心

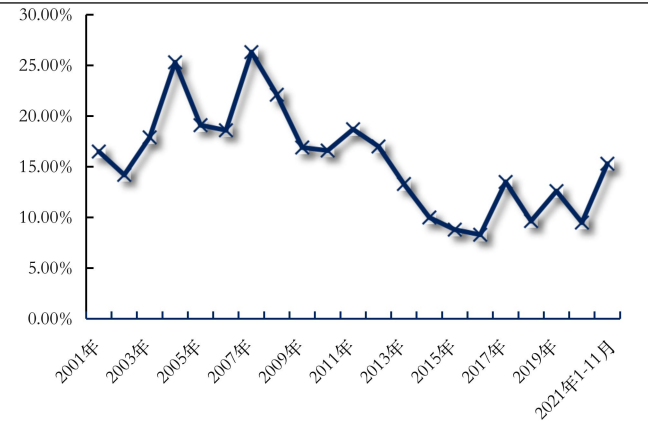
投资策略

2.1 行业需求长期向上，大众市场国货优势逐步显现

化妆品行业市场规模约5200亿，5年期复合增速为10%左右，维持较高景气度。根据欧瑞数据，2020年化妆品行业市场规模5200亿，同增7.2%，15-20年复合增速为10.3%，20年受疫情影响化妆品行业增速有所放缓，整体仍保持较高景气度；其中护肤品2020年市场规模为2701亿元，15-20年复合增速为10.9%，彩妆2020年市场规模为596亿元，15-20年复合增速为18.7%，化妆品行业整体呈现较高景气度。根据限额社零数据，化妆品行业21年1-10月在疫情冲击下仍然保持9.5%的增速，21年1-11月疫情恢复下增速回升至15.3%，依然是消费品领域中景气度较高的子行业之一。

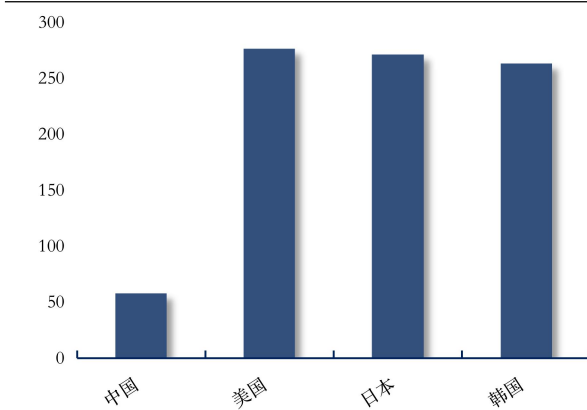
图 4：化妆品行业 2015-2020 年市场规模及增速（亿元）


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

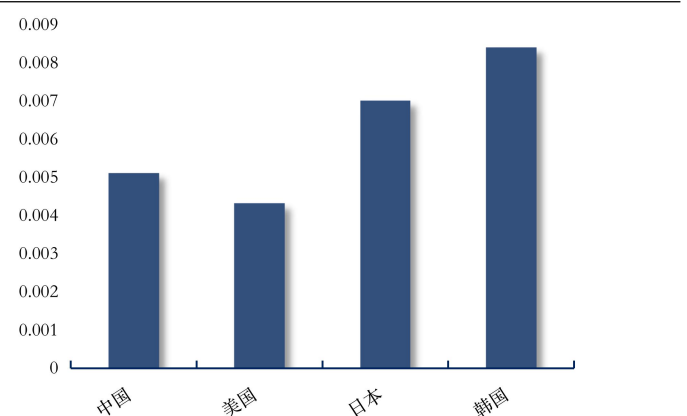
图 5：化妆品行业 2001-2021 年 1-11 月（累计值）限额社零增速情况


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

对标全球成熟市场我国化妆品人均消费仍处于低位，新生代消费群体加入将持续拉高年均消费。根据欧瑞咨询，2020 年中国化妆品人均消费金额 58 美元/年，同期美国、日本、韩国化妆品人均消费金额为分别为 277 美元/年、272 美元/年、263 美元/年，新生代消费群体形成护肤彩妆稳定需求，将持续拉高人均消费水平，对标全球成熟化妆品消费市场，中国美妆消费仍处于低位。截止 2020 年，我国化妆品消费人均支出占人均 GDP 比重为 0.51%，低于日本、韩国同期 0.70%、0.84% 水平，未来伴随经济水平的发展，美妆消费支出占比有望进一步提升。

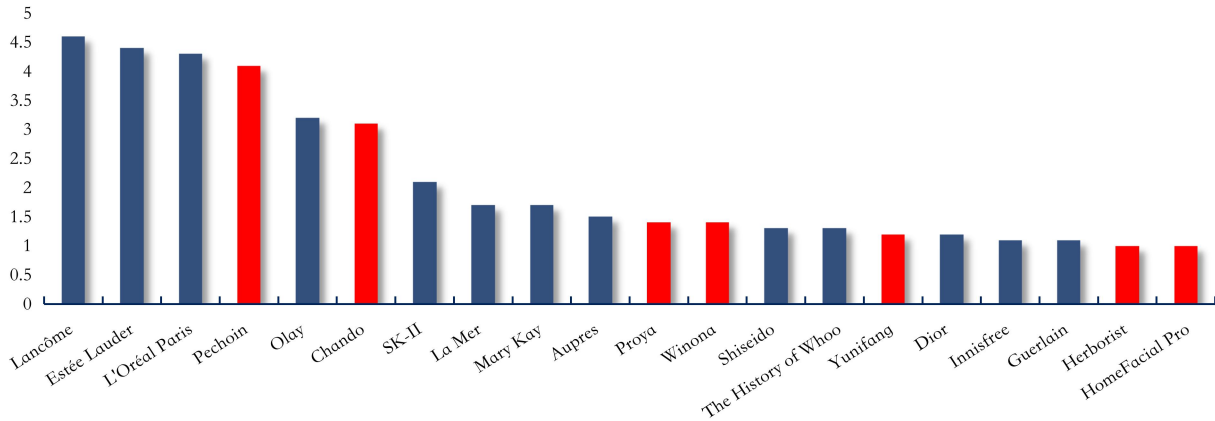
图 6：2020 年中国/日本/美国化妆品人均消费支出（单位：美元/年）


资料来源：欧瑞咨询，国家统计局，信达证券研发中心

图 7：2020 年中国/日本/美国化妆品人均消费支出占人均 GDP


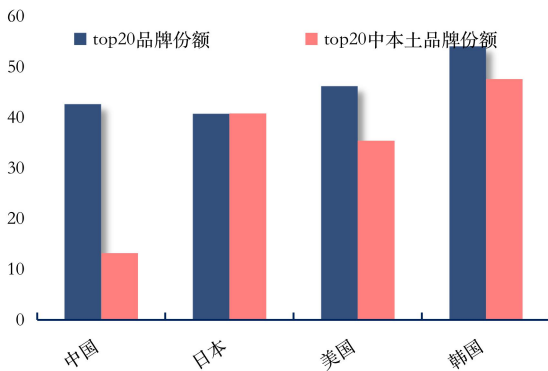
资料来源：欧瑞咨询，国家统计局，信达证券研发中心

护肤品子行业中本土品牌在大众化领域建立优势，份额稳步提升。根据欧瑞咨询数据，2020 年中国护肤品行业前 20 大品牌集中度为 42.7%，44.8%、69.1%，较 2015 年提升 0.5pct；其中 2020 年本土品牌百雀羚、自然堂、珀莱雅、薇诺娜、御泥坊、佰草集、HFP 七大品牌进入前 20 名，合计份额为 13.2%，较 15 年提升 2.7pct，伴随国货品牌不断提升产品力及营销力，在大众化领域已然建立一定优势，份额实现稳步提升。

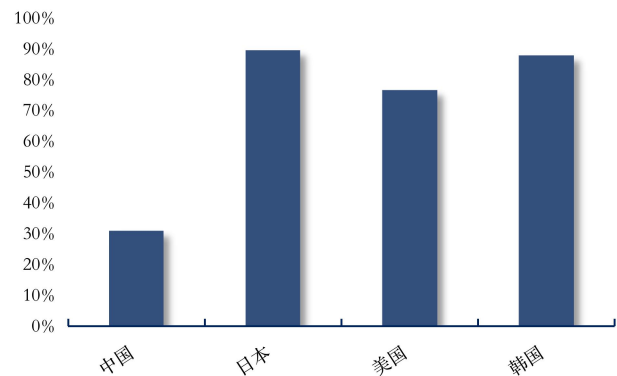
图 8：2020 年中国护肤品市场 TOP20 品牌份额情况（单位：%）


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心（标红为国货品牌）

全球成熟市场本土化妆品占领优势，国货品牌未来可期。从全球经验看，2020 年护肤品日本、韩国、美国、中国市场 TOP20 品牌中本土品牌份额分别为 36.5%、47.6%、35.4%、13.2%，占比 TOP20 品牌份额比重占比分别为 89.5%、76.6%、88.0%、30.9%，中国市场本土品牌在国内竞争力与海外市场存在较大差异，伴随国产品牌产品实力提升，运营能力强化，未来国货品牌将提升竞争力。

图 9：2020 年护肤品类目 TOP20 本土品牌中外份额对比（单位：%）


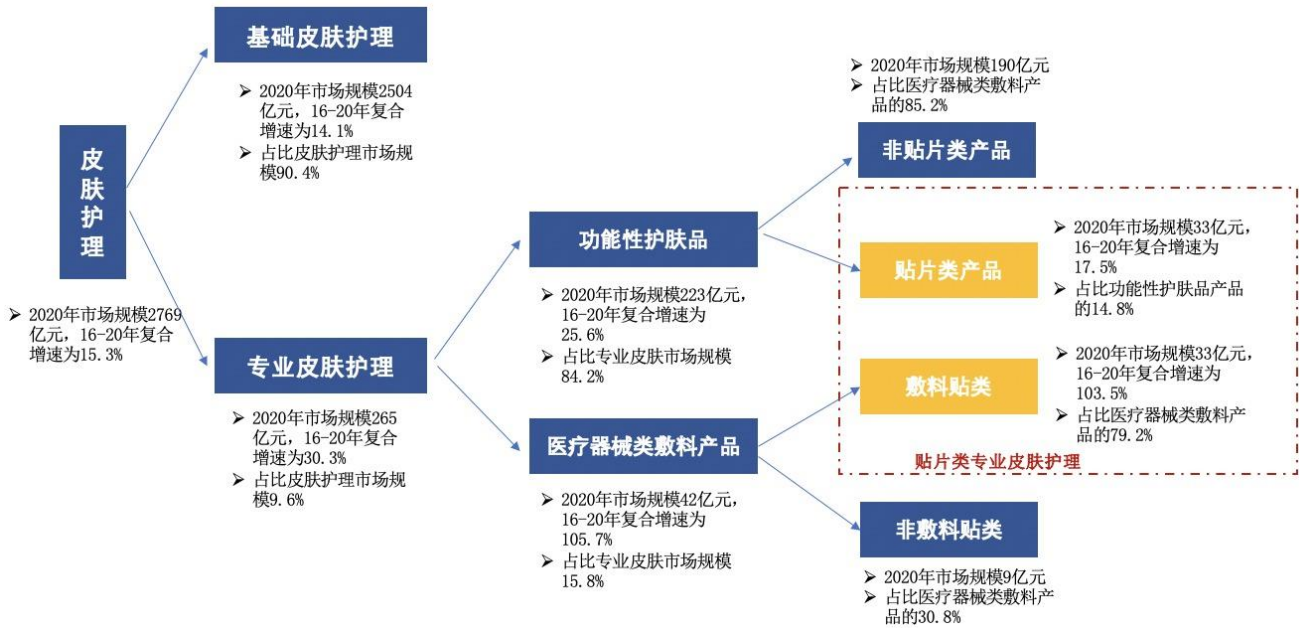
资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

图 10：2020 年护肤品类目 TOP20 品牌中本土品牌份额占比对比


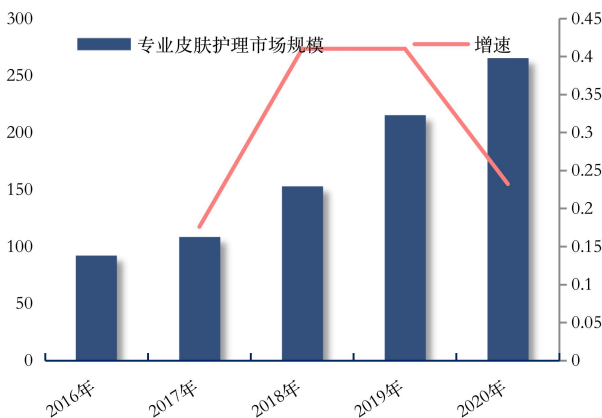
资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

2.2 投资主线一：寻找细分高潜赛道，专业皮肤护理、彩妆赛道颇具看点

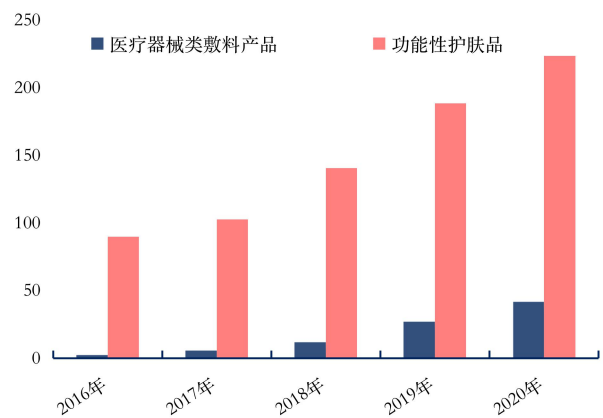
专业皮肤护理市场规模 265 亿元，16-20 年复合增速达 30.3%，是护肤品市场中高景气度子行业。根据 Frost&Sullivan，皮肤护理市场根据用户诉求可分为基础皮肤护理以及专业皮肤护理，专业皮肤护理根据监管要求进一步分为功能性护肤品（皮肤学护肤品以及强功效性护肤品）以及医疗器械类敷料皮肤护理。截止 2020 年专业皮肤市场规模达 265 亿元，占皮肤护理市场规模约 10%，16-20 年复合增速约 30.3%，远高于基础皮肤护理市场景气度；其中功能性护肤品市场规模约 223 亿元，16-20 年复合增速为 25.6%，医疗器械类敷料皮肤护理市场规模为 42 亿元，16-20 年复合增速为 105.7%。

图 11：中国皮肤护理市场规模划分情况


资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

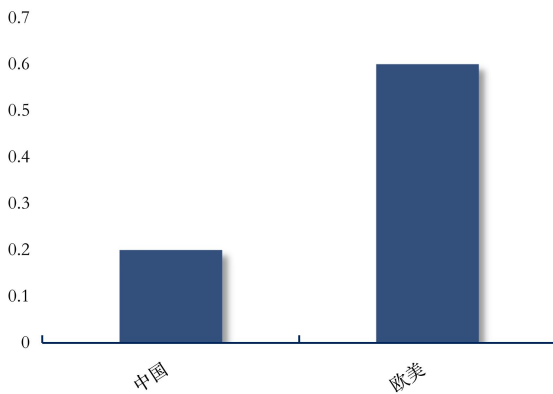
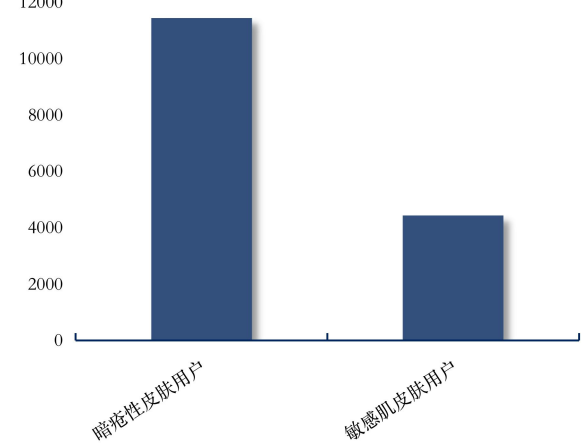
图 12：中国专业皮肤护理市场规模及增速（亿元）


资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

图 13：中国功能性护肤品以及医疗器械类敷料产品市场规模（亿元）


资料来源：FROST&SULLIVAN，信达证券研发中心

精致护肤盛行，具备皮肤问题用户选择专业品牌概率提升，未来专业护肤市场大有可为。伴随化妆品行业人群渗透率不断提升，消费者对产品诉求从普及使用到精致护理转变，根据不同皮肤问题选择专业护肤品牌符合美妆消费升级趋势，本质是对产品力更高要求。根据华经产业研究及前瞻产业研究，2017年欧美发达市场功能性化妆品渗透率超过60%，中国市场渗透率为17%；而以Frost&Sullivan数据口径，2020年专业皮肤护理市场规模占比皮肤护理市场规模仅10%。根据《中国痤疮治疗指南（2019年修订版）》及《中国皮肤性病学杂志（第31卷第1期）》，我国适龄敏感肌及暗疮性问题皮肤用户基数超过1.5亿人，小红书、抖音等新兴内容平台增强用户对皮肤问题认识，未来伴随专业品牌不断夯实产品力，通过新潮营销方式推广放大声量，有望增大用户选择专业品牌护肤概率，增加专业品牌消费数量。

图 14: 中外功能性化妆品渗透率比较

图 15: 中国敏感肌及暗疮性问题皮肤用户基数 (万人)


资料来源: 华经产业研究, 前瞻产业研究, 信达证券研发中心

资料来源: 中国痤疮治疗指南 (2019 年修订版), 中国皮肤性病学杂志 (第 31 卷第 1 期), 信达证券研发中心

本土品牌凭借产品创新、灵活营销等举措竞争中占优, 国货品牌领先。从竞争格局角度, 专业皮肤护理市场涌现出一批优质国货品牌, 近年来快速成长抢占一定市场份额, 主要得益于: 1) 产品端不断打磨创新, 着重解决特定皮肤问题, 以理性的产品力反哺感性品牌理念; 2) 借助社交及短视频等媒介传播, 快速捕捉年轻用户, 建立品牌认知; 3) 抓住线上渠道红利, 积极布局天猫、抖音等平台, 实现流量收割。根据欧瑞咨询品牌零售额数据, HFP (零售额口径)、薇诺娜 (收入口径) 品牌 20 年市占率达 10%, 华熙生物、敷尔佳旗下品牌收入口径 20 年市占率超过 5%, 专业皮肤护理领域国货品牌差异化竞争优势突出, 领先行业。

表 2: 中国市场专业皮肤护理市场重点竞争品牌情况

类型	公司	市占率	品牌	国家	销售额	定位
功效性护肤品	蛋壳科技	20 年零售额口径为 10.2%	HFP	中国	20 年零售额 27 亿元, 16-20 年复合增速为 69%	大众定位, 原液为主, 主打美白抗衰等
			润百颜	中国	21Q1-Q3 收入 7.8 亿元, 同增 163%, 17-20 年公司化妆品业务复合增速为 142%	中高端定位, 玻尿酸次抛+其他, 主打补水抗初老等
	华熙生物	20 年收入口径为 5.1%	夸迪	中国	21 Q1-Q3 收入 4.8 亿元, 同增 160%, 17-20 年公司化妆品复合增速为 142%	高端定位, 玻尿酸次抛+其他, 主打抗初老美白祛痣等
			肌活	中国	21 Q1-Q3 收入 2.5 亿元, 同增 119%, 17-20 年公司化妆品业务复合增速为 142%	大众化定位, 原液为主, 主打美白抗衰等
			米蓓尔	中国	21 Q1-Q3 收入 1.9 亿元, 同增 143%, 17-20 年公司化妆品复合增速为 142%	大众化定位, 精华水等基础护理, 主打敏感肌修复
	鲁商发展	20 年收入口径为 1.1%	皕尔博士	中国	21Q1-Q3 收入 4.9 亿元, 公司化妆品业务 18-20 年复合增速为 77%	大众化定位, 水乳面膜等基础护理, 主打舒敏、抗初老等
			颐莲	中国	21Q1-Q3 收入 4.3 亿元, 公司化妆品业务 18-20 年复合增速为 77%	大众化定位, 玻尿酸喷雾等基础护理
欧莱雅	19 年零售额口径为 2.9%	修丽可	法国	19 年零售额 6.2 亿元; 16-19 年复合增速为 97%	高端定位, 原液为主, 主打美白祛痣抗衰等	

皮肤学护肤品	贝泰妮	20 年收入口径为 10.0%	薇诺娜	中国	21Q1-Q3 收入 21.1 亿元，同增 49%，17-20 年复合增速为 50%	中端定位，主打植物成分，敏感肌修复为主
	皮尔法伯	19 年零售额口径为 9.1%	雅漾	法国	19 年零售额为 19.6 亿元，16-19 年复合增速为 4%	中端定位，主要温泉水，敏感肌修复等
	欧莱雅	19 年零售额口径为 7.5%	理肤泉	法国	19 年零售额为 16.1 亿元，16-19 年复合增速为 24%	中端定位，主要温泉水，敏感肌修复等
	上海家化	19 年零售额口径为 1.8%	玉泽	中国	19 年零售额为 3.8 亿元，16-19 年复合增速为 36%	大众定位，主打植物成分，皮肤屏障修复等
医疗器械敷料	敷尔佳	20 年收入口径为 6.0%	敷尔佳	中国	20 年收入 15.9 亿元，18-20 年复合增速为 107%	中端定位，主打透明质酸钠，修复为主

资料来源：各公司公告，欧瑞咨询，信达证券研发中心（备注：市占率=收入规模或欧瑞咨询零售额规模/专业皮肤护理市场规模）

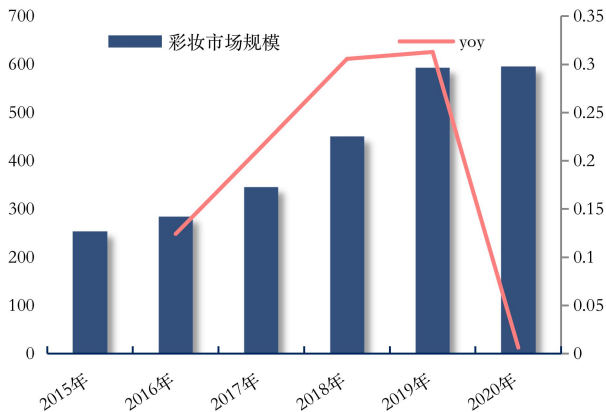
参考国际经验本土品牌有望在专业皮肤护理市场持续突破。从全球经验来看，日本、韩国、美国、法国皮肤学护肤品市场前五大品牌市场份额分别为 97.3%、70.3%、69.8%、61.1%，竞争格局优于护肤品市场；同时，头部品牌中本土品牌占优，日本、韩国、美国、法国前五大品牌中本土品牌市场份额分别为 72.1%、39.1%、20.7%、61.1%。本土品牌对本地区问题肌肤形成机制了解更具优势、专业渠道更有沉淀，未来伴随原料研发实力不断突破以及新营销灵活转变能力提升，本土品牌将持续占领优势。

表 3：2019 年全球代表市场皮肤学护肤品竞争格局情况（单位：%）

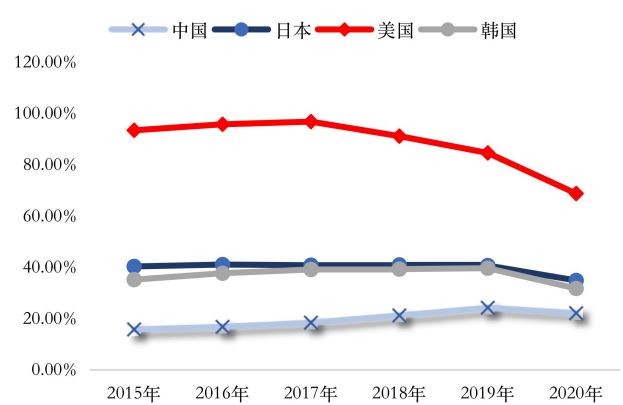
	日本			韩国			美国			法国		
	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国	品牌	份额	所属国
TOP1	城野医生	31.1	美国（原日本）	希恩派	27	韩国	艾惟诺	20.7	美国	雅漾	20.1	法国
TOP2	花王	27.1	日本	霏丝佳	12.1	英国	高伦雅芙	20.3	瑞士	理肤泉	17.8	法国
TOP3	d program	13.9	日本	爱多康	12.1	韩国	丝塔芙	13.1	法国	贝德玛	12.3	法国
TOP4	雅漾	13.1	法国	艾惟诺	10	美国	CeraVe	10.2	法国	欧缇丽	5.9	法国
TOP5	高伦雅芙	12.1	瑞士	雅漾	9.1	法国	优色林	5.5	德国	欧树	5	法国
CR5	97.3			70.3			69.8			61.1		

资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

彩妆市场方兴未艾，对标全球发达市场处于低配阶段。根据欧瑞咨询，2020 年中国彩妆行业市场规模约 596 亿元，受疫情冲击同比增速放缓至 1%，15-20 年复合增速为 18.7%，高于化妆品行业平均增速，是化妆品行业中景气度较高的子行业。对标海外成熟市场化妆品结构，我国彩妆处于“低配”阶段。根据欧瑞咨询，20 年美国、日本、韩国市场彩妆占比护肤品规模比重分别为 69%/35%/32%，中国仅 22%，品类成长性高。

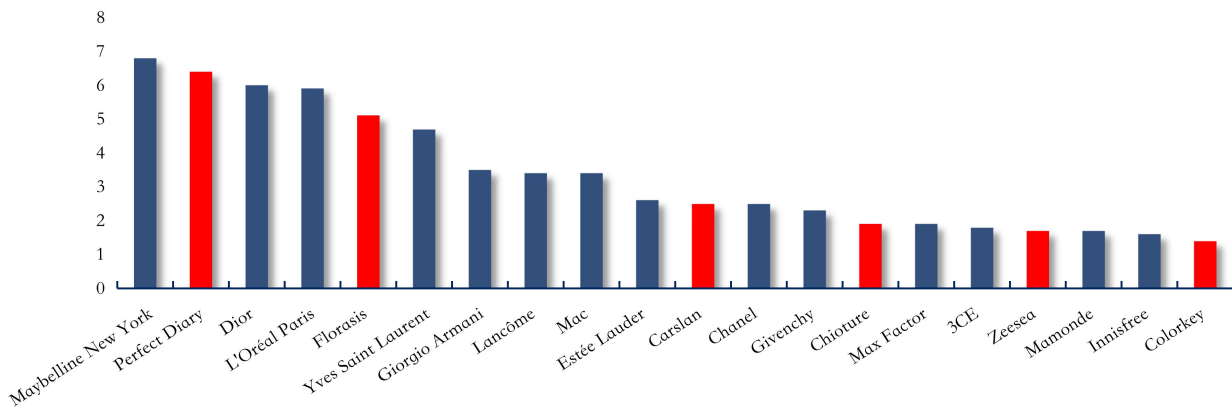
图 16：中国彩妆市场规模及变化（单位：亿元）


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

图 17：中国、美国、日本、韩国彩妆消费占比护肤品比重


资料来源：中国统计局，信达证券研发中心

新锐国货彩妆品牌崛起，国货品牌崭露头角。根据欧瑞咨询统计，2020年彩妆市场前20大品牌集中度为67.1%，较15年提升10.4pct，品牌竞争格局有所优化；其中近年来涌现出新锐国货品牌，凭借产品差异化进攻及新营销运营优势在激烈竞争中崭露头角，带动本土国货份额提升。2020年国货品牌中完美日记、花西子、卡姿兰、稚优泉、姿色、珂拉琪挤进前20名，占据6席，份额合计为19.0%，占领大众彩妆市场。

图 18：中国彩妆市场竞争格局 (%)


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心（标红为国货品牌）

2.3 投资主线二：新规提升行业门槛，产品力领先品牌商更易跨越周期

新规提升准入门槛，助力行业产品力提升，头部品牌将受益。2021年5月，化妆品行业颁布新规，规定：1) 对于宣称祛斑美白、祛痘、修护、滋养等特定功能的产品必须经过人体功效评价试验；2) 对于抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、保湿等功效的产品需要在人体功效试验、消费者使用测试、实验室试验中三选一进行试验，同时可搭配文献资料及研究数据。2021年12月，监管部门对新规落地执行方面提出细致管理办法：1) 2021年5月1日之前取得注册或备案的产品，应在2023年5月1日之前按照规范要求对功效宣传进行评价并上传依据；2) 2021年5月1日至2021年12月31日期间取得注册

或备案产品，应在 2022 年 5 月 1 日之前按照规范要求对功效宣传进行评价并上传依据；
3) 2022 年 1 月 1 日起进行产品注册及备案需按照规范要求对功效宣传进行评价并上传依据。整体而言，明年新规落地执行将提升行业准入门槛，不利于研发实力及产品功效理论基础薄弱的品牌商发展，大力推动品牌商格局优化。

表 4：化妆品行业新规对特定功效宣传要求

	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
祛斑美白、祛痘、修护、滋养	必做			
抗皱、紧致、舒缓、控油、去角质、保湿		三选一		可搭配项目，配合使用
特定宣称（原料功效）			四选一	
宣称温和（无刺激）		三选一		可搭配项目，配合使用

资料来源：国家药监局，信达证券研发中心

国货品牌不断夯实产品力，打造畅销大单品能力逐渐提升，助力品牌跨越周期。近年来国货品牌商不断夯实产品研发实力，反复打磨产品推出以某种核心成分为卖点新品，借助新媒体营销广泛种草传播，凭借产品力沉淀用户，打造大单品。从代表品牌商来看：

- 1) 珀莱雅 2020 年上半年推出的红宝石精华、双抗精华等产品口碑良好，以抗衰为核心卖点，添加高浓度的六胜肽、维 A 醇、虾青素等，21 年双十一两大单品天猫旗舰店 GMV 销售为 3.4 亿元，占比 43%；
- 2) 薇诺娜今年双十一重磅推广冻干面膜，在马齿苋等云南高原植物核心成分的基础上添加胶原、益生元等新成分，主打舒缓修复，提供院线级护理，双十一旗舰店供不应求，实现 GMV 3.3 亿元，占比 17%；
- 3) 夸迪在维持次抛优势品类的同时，今年上半年推出动能轻龄霜，以 CT50 成分为核心卖点，主打抗初老，定位高端，双十一期间天猫旗舰店实现近亿元 GMV，占比 22%，实现从高端精华到面霜品类突破；
- 4) 瓊尔博士 2019 年以来重点打造益生菌水乳相关套系产品，以独家益生元成分为卖点，主打舒缓修复，成为品牌核心支柱产品，21 年双十一期间旗舰店水乳产品销售占比达 21%，今年推出升级反重力水乳产品系列，添加独家专利褐藻成分，主打抗初老，首次参与双十一旗舰店销售超过 3 万件，GMV 占比达 9%，未来品牌均价升级可期。
- 5) 总体而言，近年来国货品牌不断夯实产品研发实力，未来在新规严格要求下，具备更强产品研发及创新能力的品牌商有望持续打造畅销单品，助力品牌商跨越周期，获得份额提升。

表 5：代表国货化妆品品牌商近年来打造大单品案例

品牌	代表产品	主打成分	主打功效	21 年 11 月天猫旗舰店销售表现	定价
珀莱雅	红宝石精华	六胜肽、维 A 醇等	抗皱抗衰老	2.4 亿 GMV，53 万件，占旗舰店 GMV 比重为 30%	259 元/30ml
	双抗精华	麦角硫因、虾青素等	抗糖抗氧化	1.0 亿元，40 万件，占比旗舰店 GMV 比重为 13%	229 元/30ml
薇诺娜	清透防晒乳	防晒剂、马齿苋精华等	防晒+养肤	1.8 亿元 GMV，11 万件，占比旗舰店 GMV 比重为 10%	188 元/50ml

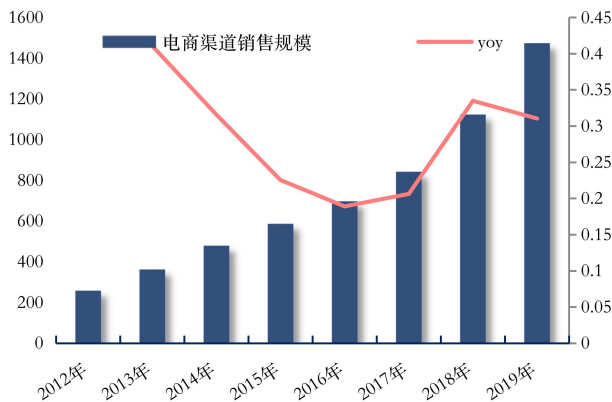
	冻干面膜	马齿苋提取物、胶原、益生元等	舒缓修复	3.3 亿元 GMV, 20 万件, 占比旗舰店 GMV 比重为 17%	169 元/6 片
夸迪	5D 补水保湿次抛	5D 玻尿酸	补水保湿	1.3 亿 GMV, 30 万件, 占旗舰店 GMV 比重为 32%	438 元/30 支
	动能轻龄霜	CT50 成分等	抗初老	0.9 亿 GMV, 17 万件, 占旗舰店 GMV 比重为 22%	535 元/瓶
瑗尔博士	益生菌水乳	独家益生元成分等	舒缓修复等	3306 万 GMV, 12 万件, 占旗舰店 GMV 比重为 21%	198 元/水乳合 2 瓶
	反重力水乳	褐藻、益生元等成分	淡纹抗初老等	1393 万 GMV, 超过 3 万件, 占旗舰店 GMV 比重为 9%	488 元/水乳合 2 瓶

资料来源: 天猫旗舰店, 淘数据, 信达证券研发中心

2.4 投资主线三: 线上流量分化, 具备灵活流量运营能力品牌商优势突出

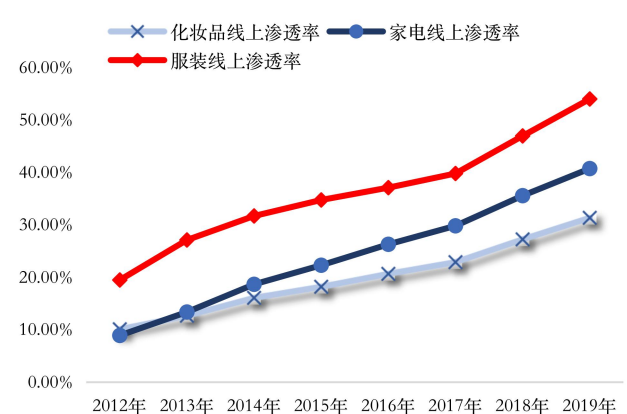
线上依然是化妆品行业增长重要推动力, 渗透率提升存在空间。根据欧瑞咨询 2019 年化妆品线上市场规模突破 1473 亿元, 同增 31.0%, 线上渗透率为 31.3%; 2016 年化妆品线上增速触底之后行业加速增长, 主要推动力在于: 1) 高端品牌持续入驻及投入提升整体 ARPU 值; 2) 线上美妆人群不断扩容, 尤其是年轻化流量为板块带来新消费力量。相比于服装、家电 2019 年线上渗透率分别达 54.0%、40.7%, 化妆品具备标品属性以及网购便捷性, 线上渗透率未触及天花板, 线上依然具备良好增长潜力。

图 19: 中国化妆品线上市场规模及增速 (单位: 亿元)



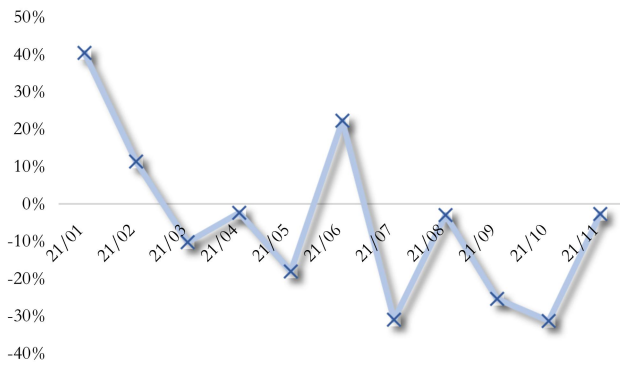
资料来源: 前瞻产业研究, 欧瑞数据, 信达证券研发中心

图 20: 不同类目线上渗透率对比

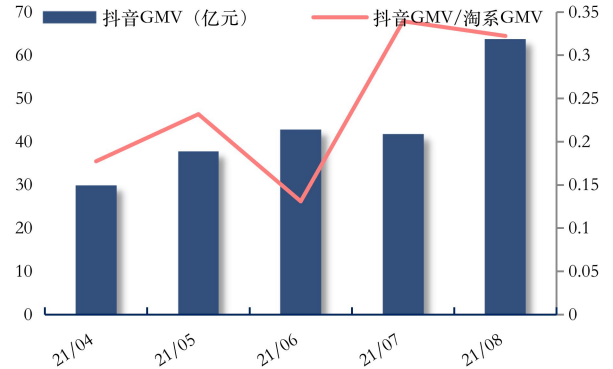


资料来源: 前瞻产业研究, 欧瑞数据, 信达证券研发中心

线上流量分化, 淘系美妆增速放缓, 以抖音为代表的直播电商成为线上新增长引擎。2017 年线下百货 CS 渠道增速放缓以来, 以天猫为代表的线上渠道成为化妆品行业重要增长渠道, 尤其在 2019 年平台提出“三年再造一个天猫美妆”战略后, 迎来线上黄金时期。2020 年在疫情催化下加速化妆品消费线上化趋势, 21 年在高基数以及流量瓶颈等压力下以淘系为代表的线上增速放缓; 根据淘数据, 21 年 1-11 月淘系美妆未获得增长。同时以抖音为代表的新兴渠道崛起, 根据果集网数据, 2021 年 4 月-8 月抖音小店实现美妆类目 (护肤品+彩妆) GMV 超过 200 亿元, 占淘系比重为 22%, 成为新的增量渠道。

图 21：2021 年以来化妆品淘系 GMV 增速情况


资料来源：淘数据，信达证券研发中心

图 22：2021 年 4-8 月抖音小店 GMV 及淘系占比


资料来源：淘数据，果集网，信达证券研发中心

护肤彩妆挤进抖音品类榜前三，优质商家成为抖音快速发展的重要基石。根据果集网数据，2021 年 4 月-7 月护肤与彩妆类目行业占比达 9.6%，仅次于男装女装以及珠宝配饰类目；2021 年 8 月分类中美妆以 11.2% 占比仅次于服装内衣品类，在抖系内发展良好。未来美妆类目凭借高利润率、高复购率、高潜在渗透率属性，有望在抖系获得稳健发展，成为抖系电商化进程中重点发展类目。优质商家自带流量，是长期稳定商品销售的基础，成为抖音电商化发展过程中的重要基石。

表 6：2021 年 4 月-2021 年 8 月抖音小店品类结构情况

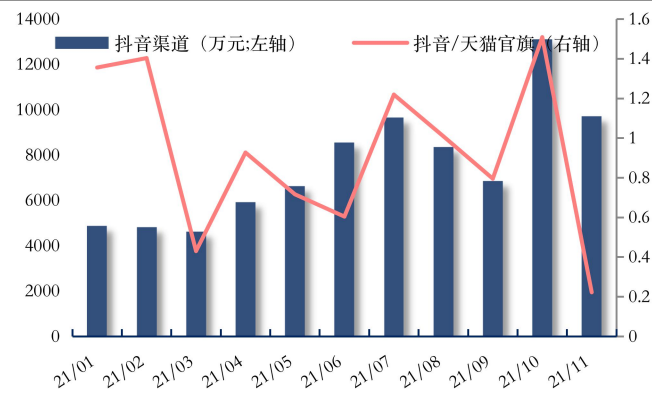
	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	4-7 月
男装女装	37.0%	35.3%	34.7%	34.0%	31.5%	35.2%
珠宝配饰	11.2%	19.5%	18.1%	17.1%	9.3%	16.7%
鞋帽箱包	9.4%	9.2%	8.9%	9.6%	5.2%	9.3%
美食饮品	8.7%	7.0%	7.2%	7.7%	7.4%	7.6%
护肤	6.7%	7.1%	8.2%	7.7%	11.2%	7.5%
日用清洁	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%	—	3.7%
家居家纺	3.0%	3.5%	3.2%	2.8%	—	3.1%
手机数码	2.7%	2.8%	3.1%	2.7%	—	2.8%
彩妆	2.2%	2.1%	2.0%	2.2%	与护肤合并	2.1%

资料来源：果集网，信达证券研发中心

大牌美妆国货加码布局，珀莱雅、薇诺娜等品牌表现亮眼，未来有望借助新渠道更上一层楼。我们认为，平台电商化发展进程中不同阶段对不同类型的品牌主存在诉求，当前抖音电商化进程中：1) 国际品牌青睐成熟的电商平台直接进行品牌转化，且当前天猫渠道拥有稳定的 ROI，未规模化入驻抖音；2) 新锐品牌早期通过抖音等内容平台进行广告投放，对平台打法变化反应敏锐，但若缺乏持续产品力支撑，难以获得可观 ROI；3) 大牌国货拥有长期品牌沉淀，若能在新渠道兴起过程中快速反应，掌握平台运营规则，将有助于在新渠道崛起过程中展现优势。今年以来，各大国货品牌逐步加码抖音渠道布局，积累粉丝基础；珀莱雅在抖音渠道表现亮眼，根据果集网数据，21 年 1-11 月累计实现 GMV 超过 8 亿元，占比天猫官旗超过 60%；双十一大促期间，薇诺娜凭借良好的品牌

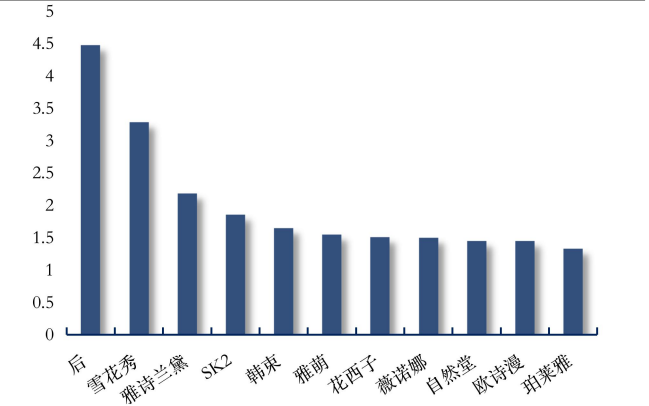
沉淀及抖音玩法打磨，实现 1.5 亿元 GMV，冲进类目前 8。未来国货品牌有望凭借灵活的流量运营优势，依托不断提升的产品品质，实现新兴渠道快速增长，抵抗流量分化周期。

图 23：21 年 1-11 月珀莱雅品牌抖音渠道 GMV 与天猫旗舰店比重情况 (单位：万)



资料来源：果集网，淘数据，信达证券研发中心

图 24：2021 年双十一期间抖音渠道美妆品类 TOP 榜单情况 (单位：万)



资料来源：聚美丽，果集网，信达证券研发中心 (备注：双十一期间为 10 月 15 日-11 月 11 日)

表 7：化妆品行业重点品牌抖音小店布局情况

	粉丝 (单位：w)	获赞数量 (单位：w)	带货口碑
珀莱雅官方旗舰店	321.6	46.6	4.94
彩棠官方账号	10.4	10.3	4.83
丸美官方旗舰店	7.9	2.8	4.84
薇诺娜官方账号	113.2	100.3	4.73
润百颜官方账号	16.6	5.6	4.89
夸迪官方账号	6.1	0.8	4.97
玉泽官方旗舰店	24.7	13.2	4.83
瑗尔博士品牌旗舰店	14.4	8.4	4.97
御泥坊官方账号	110.1	203.1	4.91

数据来源：抖音 APP，信达证券研发中心 (数据更新至 2021 年 12 月 15 日)

重点关注标的

化妆品行业长期需求向上，当前进入品牌及产品驱动年，流量分化对品牌商品沉淀、产品研发实力、灵活营销能力提出更高要求，我们看好三条主线：1) 细分高景气赛道，如专业皮肤护理及彩妆等高潜赛道；2) 持续提升产品力公司，不断沉淀品牌硬实力；3) 具备营销灵活的品牌商，助力跨越流量分化周期。标的上我们重点推荐贝泰妮 (皮肤护肤赛道龙头品牌商，新产品、新渠道打磨见效，新品牌可期)、珀莱雅 (产品力不断提升，大单品战略卓有见效，新渠道反应灵活)、华熙生物 (功能性护肤品赛道龙头品牌商，产品力领先)、鲁商发展 (卡位功能性护肤品赛道，研发沉淀深厚，化妆品业务高增可期)，上海家化 (老牌国货美妆日化企业，123 方针下产品、营销、渠道改革逐

步见效)，建议关注高潜细分赛道未上市标的敷尔佳、毛戈平等。

3.1 贝泰妮：皮肤学护肤龙头品牌商，品牌产品渠道高壁垒

专注皮肤学护肤，超越外资品牌稳占细分市场第一位置。公司专注于皮肤学级护肤，主品牌薇诺娜经过十余年的发展，在敏感肌修复领域脱颖而出，甩开国际品牌成为细分赛道龙头，截止19年市占率超过20%。截止21年前三季度实现收入21.1亿元，同增49.1%，实现归母净利润3.6亿元，同增65.0%，在化妆品行业受疫情反复、流量分散等压力下依然保持收入业绩高增长，彰显出深厚品牌产品渠道硬实力。

顶级研发实力+医生背书、灵活流量运营构筑高壁垒。公司17-20年实现约50%复合增速是高复购率及强拉新能力推动，以线上自营渠道为例，薇诺娜17-19年复购率约35%，远好于国货龙头品牌20%左右的水平，同时用户数量复合增长96%，表现出极强的用户拉新能力。产品品质获得专业医生背书及对流量变化快速反应的能力是底层因素。一方面，公司研发创新实力强，严控供应链，产品通过医院临床验证，重视学术推广，获得专业皮肤科医生背书，强化消费者心智；另一方面，公司重视线上自营与用户数据积累，对用户变化敏锐程度高，营销反应速度快。

皮肤学细分市场高景气度，老品份额提升、新产品、新渠道、新品牌推进可期。专业皮肤护理市场16-20年复合增速约30.3%，维持高景气度。公司主品牌薇诺娜品牌沉淀深厚，消费者心智建立，在巩固舒敏等老产品系列优势同时，以舒敏plus进行延展，打造美白、抗衰、抗晒等新产品系列，防晒霜、冻干面膜等新品销售良好，同时积极布局抖快京东等淘外渠道，如21Q3公司在抖音与头部主播朱瓜瓜合作单场GMV突破2000万，快手进行超品日活动，单场GMV接近1500万。主品牌之后，积极布局高端抗衰、专注修复等品牌，未来有望实现多品牌发力。

盈利预测：薇诺娜品牌持续提升细分领域份额，未来新产品、新渠道、新品牌持续布局打开成长天花板。预计2021-2023年收入分别为39.5亿、56.5亿、76.4亿元，归母净利润分别为8.0亿元、11.5亿元、15.3亿元，2021-2023年EPS分别为1.88元、2.72元、3.61元，对应PE（2021年12月27日）为102.4倍、70.8倍、53.3倍。

风险因素：薇诺娜收入不达预期；流量成本上升导致净利率下降。

3.2 珀莱雅：大单品战略卓有成效，新渠道持续发力

国内领先多品牌布局大众美妆集团。公司专注化妆品行业十八年，旗下拥有“珀莱雅”、“彩棠”、“悦芙媿”、“科瑞肤”等十余个品牌，是国内领先大众化妆品集团。截止2021年前三季度，公司实现收入30.1亿元，同增31.5%，实现归母净利润3.6亿元，同增27.8%，在化妆品行业受疫情反复、流量分散等压力下依然保持收入业绩高增长，高于同业水平。

大单品战略持续推进，珀莱雅主品牌升级，稳健增长可期。公司20Q1正式推行大单品战略，全面升级珀莱雅产品线，形成大单品及系列矩阵，提升品牌档次，目前形成弹润透亮及赋能鲜颜两大畅销产品系列，截止21年前三季度天猫旗舰店销售占比达50%，收入占比超20%，拉动主品牌珀莱雅21年前三季度收入实现28%增长，毛利率在原材料涨价压力下依然稳步提升。公司未来不断夯实研发实力，升级产品，保持弹润透亮、赋能鲜颜两大畅销产品系列打造同时，布局源力修复等新品系列，逐步形成大单品矩阵，有望助力品牌跨越周期，实现稳健增长。

抖音等新兴电商渠道崛起，珀莱雅快速反应持续领先，彰显强流量运营能力。21年淘系在去年高基数及流量瓶颈压力下增速放缓，以抖音为代表的直播电商成为美妆板块新增长引擎。珀莱雅凭借先发优势、差异化的商品策略、高效自播等优势率先突围，自20年11月以来持续位居美妆品牌店铺前列。截止21年前三季度，珀莱雅抖音渠道GMV超5.5亿元，带动线上直营渠道增速约110%，对抗流量分散实现线上高增长。未来公司依托品牌沉淀及流量运营优势，有望继续保持快速发展。

彩棠卡位高潜赛道，多品牌矩阵雏形显现。彩妆行业维持高景气度，根据欧瑞咨询，15-20年复合增速为19%，对标海外彩妆渗透率我国处于低配阶段，新锐国货彩妆凭借精准产品地位以及灵活营销策略奋起直追。彩棠品牌定位中高端东方彩妆，以小众高潜类目高光切入迅速占领市场，借助珀莱雅敏锐营销反应以及深厚的供应链资源，逐渐进行多品类延展，首发产品系列青瓷系列运营良好，未来有望推出新品抢占市场，截止21年前三季度收入彩棠1.6亿元，增速约185%，成为公司第二大单品牌。

盈利预测：公司主品牌升级、新兴渠道发力以及多品牌发展，未来有望实现稳健增长，预计2021-2023年收入分别46.3亿元、58.3亿元、73.3亿元，归母净利润分别为5.9亿元、7.5亿元、9.6亿元，EPS分别为2.9元、3.7元、4.8元，对应PE（2021年12月27日）分别为73.2倍、57.4倍、44.6倍。

风险因素：品牌竞争加剧导致多品牌新渠道延展不达预期；线上流量成本上升影响利润率风险；行业景气度下行带来收入增长放缓风险。

3.3 华熙生物：透明质酸钠全产业链开花，多业务可期

全球领先透明质酸钠全产业链布局龙头厂商。公司扎根于透明质酸钠原料研发20余年，从原料到医疗终端产品、化妆品以及食品应用延展，实现全产业链布局。21年前三季度实现收入30.1亿元，同增88.7%，实现归母净利润5.6亿元，同增26.9%，公司实现收入快速增长，利润率有所下滑，主要系医美业务品牌建设元年加大营销投入、天津工厂新增折旧费用、股权激励等影响。

研发实力雄厚为全产业链产品创新夯实基础，组织机制灵活为深耕全产业链保驾护航。公司在透明质酸钠及其应用领域研发及创新实力雄厚，拥有微生物发酵技术（原料领域）、生物酶切技术（原料领域）、梯度3D交联技术（医疗终端领域）、终端灭菌技术（医疗终端领域）四大技术平台，原料杂质含量远低于欧标，领先行业；研发端优势得益于强大的研发团队及持续的研发投入。此外，公司管理机制灵活，员工激励到位，注重人才培养：1) 上市前搭建员工持股平台（占比上市前比重0.31%），21年年初推出股权激励计划（占比1%）；2) 近年来重梳组织架构，形成完善前、中、后台制度，形成事业部制，制定赛马机制，考核灵活，团队多劳多得，激发组织活力。

化妆品业务空间广阔，医美业务调整可期，原料业务稳健，功能性食品布局正当时。化妆品业务方面，公司四大品牌卡位功能性护肤细分赛道，差异化定位，凭借“产品独特成分”+“多渠道灵活布局”等优势实现快速发展，21年前三季度各品牌均实现三位数高增长，且润百颜品牌盈利模型进入合理区间。医美业务方面，公司今年重点打造润致品牌，优化渠道，加强华熙学院投入优化品牌建设，进入品牌建设元年，有望在激烈的竞争中获得份额提升。原料业务方面，公司保持透明质酸钠原料优势地位之余，致力生物科技，伽马氨基丁酸等其他生物活性物终端应用良好，有望打开新空间。功能性食品方面，21年1月公司HA食品级原料获批，推出“水肌泉”饮用水，“黑零”系列零

食，食品级终端产品布局将打开增量市场。

盈利预测：四驾马车驱动公司未来持续高增长，预计 2021-2023 年收入分别为 41.2 亿元、56.2 亿元、73.3 亿元，归母净利润分别为 8.3 亿元、10.9 亿元、14.0 亿元，EPS 分别为 1.72 元、2.26 元、2.92 元，对应 PE（2021 年 12 月 27 日）为 89.9 倍、68.4 倍、53.0 倍。

风险因素：润百颜、夸迪等功能性化妆品品牌收入不达预期；医美业务调整不达预期；流量成本上升影响利润率。

3.4 鲁商发展：化妆品业务高增，大步迈进大健康产业

山东大型国企，18 年转型大健康卓有成效。公司为山东国资委旗下一家集房地产、生物制药、化妆品等多业务共同发展的大型国企；2018 年通过收购福瑞达医药集团等进行业务转型，目前经营“瑷尔博士”、“颐莲”、“善颜”、“伊帕尔汗”、“润舒”等品牌。21 年前三个季度实现收入、归母净利润分别为 63.5 亿元、5.0 亿元，同比增速分别为-9.7%、21.9%，收入下滑主要受疫情影响地产项目未完成交付，业绩仍实现双位数增长主要由于化妆品为代表的大健康业务快速增长。

赛道高景气度、强研发背书、激励灵活推动化妆品业务高成长性。公司化妆品品牌颐莲专注于玻尿酸护肤，瑷尔博士卡位微生态护肤，我们认为公司化妆品板块将持续爆发活力，主要在于：1) 两大品牌卡位功能性护肤品赛道红利，根据 Frost&Sullivan 数据细分行业 16-20 年复合增速达 26%，微生态护肤等新锐市场景气度更高；2) 依靠福瑞达医药集团强研发背景，助力核心成分研发、产品推新升级；3) 化妆品团队激励灵活，年度超额业绩分成、新品牌设立项目负责人跟投等举措灵活；战投落地，引进腾讯、网创等有望进一步提升营销及渠道竞争力，化妆品核心团队跟投较大激发团队活力，有望打开新局面。

地产、原料业务各具看点，医美业务正在布局。地产业务方面，地产发债融资+放松限售政策边际变化，公司地产占据主要利润，有望受益回暖；物业服务在管面积快速增长，有望港股独立上市；原料业务方面，公司旗下焦点福瑞达已获得医药级 HA 生产资质，正在推进销售资质，同时公司产品定位具备性价比且产能充裕，有望持续获得市占率提升；医美业务方面，公司目前着手三类透明质酸钠注射产品研发，布局一类医疗器械喷雾、敷料，与国内领先机构合作胶原蛋白产品，未来新领域开拓有望推动业务稳定增长。

盈利预测：公司未来化妆品业务高增可期，预计 2021-2023 年收入分别 126.0 亿元、135.7 亿元、146.1 亿元，归母净利润分别为 7.5 亿元、8.9 亿元、10.6 亿元，对应 PE（2021 年 12 月 27 日）分别为 17.8 倍、15.0 倍、12.7 倍。

风险因素：竞争加剧导致化妆品业务增长不及预期；线上流量成本提升影响利润率；地产业务受政策等因素影响存在下滑风险。

3.5 上海家化：品牌渠道营销改革见效，长期股权激励彰显信心

百年国货美妆日化龙头企业，新管理层上任以来改革见效。公司是国产日化行业历史悠久的老牌国货企业，拥有 120 年历史，旗下拥有十大品牌，覆盖个人护理、美容护肤以及家居护理等类目。20 年 5 月新管理层上任以来，在 123 战略方针指导下，重新梳理品

牌、渠道、营销，经营逐步改善。21年前三季度实现收入 58.3 亿元，同增 8.7%，实现归母净利润 4.2 亿元，同增 34.7%，整体实现稳定增长。

持续推进品牌创新及渠道进阶，佰草集、玉泽、高夫等美妆品类保持高景气度，多品牌稳健发展可期。公司围绕 123 战略稳步推进，改革成绩逐步体现：1) 品牌创新，围绕 HIT 战略，与天猫创新中心合作，赋能新品开发及爆款打造，聚焦 TOP SKU；2) 渠道进阶，积极扩展渠道，与拼多多、丝芙兰、好医生等合作，开始私域流量运营，开设抖音旗舰店、新零售赋能传统 CS 等；3) 运营创新，优化营销效率投放指标，品宣聚焦抖音、小红书、朋友圈等投放，优化费用投放效率。21 年前三个季度美容护肤收入同增约 18%，其中玉泽增速超过 50%，佰草集增速超过 15%，美加净增速超过 20%，品牌调整见效；优化超头直播投放比例，电商渠道维持双位数增长，盈利质量提升；未来多品牌多渠道稳健发展可期。

海运、凉夏、特渠调整等短期因素逐步消退，长期股权激励彰显信心。公司个护家清类目受凉夏、特渠调整（平安寿险改革）等因素影响增长承压，21Q3 同比双位数下滑；母婴类目受亚马逊欧洲运营策略从追求增速到降低库存调整、航运港口运费增加等供应链问题影响 21Q3 双位数下降。未来公司将加大集团覆盖面，积极开展 C 端零售业务以提升销售，弥补特渠调整压力，同时海运、亚马逊策略调整等负面因素伴随时间推移有望修复。公司 21 年 7 月上调股权激励业绩考核目标，加推公司高管潘秋生先生个人激励，彰显董事会对公司改革认可，较长限售期体现公司管理层对持续改革信心。

盈利预测：佰草集、高夫、玉泽等美容护肤业务调整后持续高景气度，母婴、个护受海运、天气、线下疫情反复等影响短期承压，未来有望复苏，预计 2021-2023 年收入分别为 84.67 亿、95.92 亿、108.29 亿元，归母净利润分别为 5.09 亿元、7.69 亿元、10.25 亿元，摊薄每股收益分别为 0.75 元、1.13 元、1.51 元，对应 PE（2021 年 12 月 27 日）为 53.8 倍、35.7 倍、26.7 倍。

表 8：重点公司盈利预测及估值情况

		2020A	2021E	2022E	2023E
贝泰妮	归母净利润 (亿元)	5.44	7.98	11.53	15.31
	归母净利润增速		46.69%	44.49%	32.78%
	PE		102.39	70.77	53.32
华熙生物	归母净利润 (亿元)	6.46	8.25	10.85	14.02
	归母净利润增速		27.71%	31.52%	29.22%
	PE		89.91	68.43	52.96
珀莱雅	归母净利润 (亿元)	4.76	5.86	7.46	9.6
	归母净利润增速		23.11%	27.30%	28.69%
	PE		73.19	57.41	44.56
鲁商发展	归母净利润 (亿元)	6.39	7.53	8.94	10.57
	归母净利润增速		17.84%	18.73%	18.23%
	PE		17.77	14.98	12.69
上海家化	归母净利润 (亿元)	4.30	5.09	7.69	10.25
	归母净利润增速		18.37%	51.08%	33.29%
	PE		53.76	35.68	26.70

资料来源：信达研发中心预测（数据更新至 2021 年 12 月 27 日）

风险因素

需求景气度下行。疫情反复以及宏观经济不景气影响化妆品行业需求。

竞争加剧风险。尽管行业产品获批准入门槛提升，但化妆品行业近年来新品牌层出不穷，新锐品牌借助新营销可获得快速增长，行业竞争较为激烈，国产品牌仍面临多重竞争压力。

新品推进不达预期。公监管加严，对新产品研发周期、研发投入要求更高，新品推出门槛提升；同时消费者对产品创新及解决核心诉求要求越来越高，未来新品打造畅销产品难度加大。

流量成本上升影响利润率。近年来行业线上渗透率越来越高，对新渠道延展提出更高要求，行业获客成本不断提升，影响利润率稳定。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，六年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事化妆品&医美行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券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并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当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、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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任何责任,投资者需自行承担风险。