

行业深度

美容护理

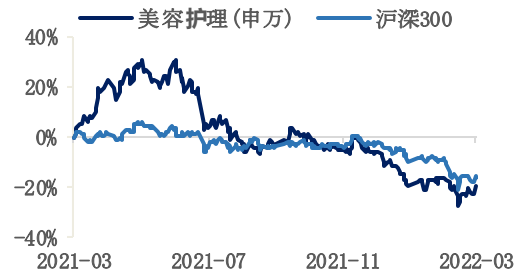
集团化趋势下，如何精准破译化妆品企业的估值密码？

2022年03月31日

评级 领先大市

评级变动: 调高

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
美容护理	-2.70	-14.26	-19.63
沪深300	-7.23	-14.53	-16.36

邹建军

执业证书编号: S0530521080001  
zoujianjun@hncasing.com

陈诗璐

chenshilu@hncasing.com

分析师

0731-84403452

研究助理

0731-89955711

相关报告

- 《美容护理、社服零售行业 2022 年 3 月月度报告：化妆品行业下半年有望迎来β行情，坚定看好优质公司的高成长性》 2022-03-23
- 《美容护理、社服零售行业 2022 年 2 月月度报告：餐饮旅游复苏在即，择优围绕优质龙头布局》 2022-02-14
- 《美容护理、社服零售行业 2022 年 1 月月度报告：持续跟踪疫情复苏态势，重点关注龙头成长》 2022-01-12

重点股票	2021E		2022E		2023E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
珀莱雅	3.02	62.34	3.76	50.14	4.59	41.07	推荐
贝泰妮	2.04	91.68	2.75	68.01	3.69	50.68	推荐
华熙生物	1.63	74.23	2.03	59.60	2.67	45.31	推荐

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

- **化妆品兼具科学、功能、情感属性。**1) **科学属性:** 化妆品的成分研制始于基础研究, 而配方选择又离不开调配技术, 两者决定了化妆品的科学属性。化妆品是由各种性能各异的原料经过合理调配加工而成的复配混合物, 工艺流程较为简单, 因此化妆品企业入门较易、产品出错率较低。但产品能用并不等同于产品有用, 核心差异在于化妆品生产过程中的成分添加与配方选择, 背后映射出来的是基础研究和调配技术的科学性; 2) **功能属性:** 消费者对于肌肤的护理需求, 以及对于面容的日常妆饰需求, 共同决定了化妆品的功能属性。化妆品的护肤功能可分为清洁、基础保养、特殊功效三大类, 每一类功能对应的护肤品质地各异且需配合不同的护理手法, 因此横向上来看针对肌肤的全方位护理通常步骤繁多, 而在纵向上亦有功效的进阶。化妆品的妆饰功能则主要通过彩妆品来实现, 完成整个面部的妆饰通常需要底妆、定妆、修容、眼妆、唇妆等 5 大步骤, 且每一步骤内均涉及不同功能的配套产品; 3) **情感属性:** 人类天生有着变老的焦虑和求美的欲望, 化妆品恰是围绕此两大痛点做生意, 化妆品在本质上附有情感属性。美丽没有标准, 即不能被证实亦不能被证伪, 不同客群的价值与审美不同, 对于美丽的定义通常具备很强的主观性, 消费者在使用化妆品的过程能满足自我感受, 获得愉悦感, 享受专属自己的精神犒赏。
- **化妆品公司集团化的成长路径可拆解成大单品—产品管线—单品牌—多品牌的递进式发展。**具体到每一步来看, 爆款产品通过营销持续投入、概念微创新能沉淀为大单品, 随后大单品通过品类升级、品类连带拓展产品管线, 中高价格带上的产品管线可通过塑造稀缺性, 奠定高端化品牌调性, 而中低价格带上的产品管线可通过提高普适性, 深化品牌的大众化基调, 最终公司可通过内生孵化、外延收购或代理的方式打造多品牌矩阵, 实现集团化发展。
- **化妆品企业估值切换的驱动力包括未来业绩预期的变化、外界行业条件的改变。**一方面, 未来业绩走势可通过化妆品企业的**现有品牌增长**(通常以主力品牌增速衡量)、**新品牌边际贡献**两个维度进行预判; 另一方面, 除去化妆品企业本身基本面影响估值切换以外, **外部条件**引起的行业β变化亦会对估值产生影响, 如化妆品新规之下, 长尾品牌商淘汰、行业出清, 龙头企业凭借自身资金、管理、供应链等优势集中度提升预期较大从而带动化妆品企业估值上升。
- **化妆品企业估值溢价的核心是中高端品牌增长的确 定性、品类边界的延展性。**中高端品牌增长的确 定性带来较高的利润释放力, 且品类边界延展下企业营收体量稳健扩 增, 两方面因素均构成了化妆品企业消化估值的能力, 使得化妆品企业在扩张期内估值水平往往处于溢价状态, 而溢价程度又由**赛道空间、企业定位、企业运营能力**决定。
- **投资建议:** 基于化妆品企业的“1+N”模型, 通过三维度分析本土企业的合理估值, 我们认为当下珀莱雅最具集团力雏形, 享最高估值溢价, 重点推荐珀莱雅, 其次推荐贝泰妮、华熙生物。
- **风险提示:** 疫情反复导致终端需求疲软; 行业竞争加剧; 新品推出速度或效果低于预期; 新品牌孵化不及预期; 国内外公司不具备完全可比性。

## 内容目录

<b>1 从品种属性出发，剖析化妆品公司集团化的成长路径</b> .....	<b>5</b>
1.1 品种属性：化妆品兼具科学、功能、情感属性.....	5
1.2 化妆品公司集团化的成长路径：大单品—产品管线—单品牌—多品牌.....	7
1.2.1 点：爆款产品 + (营销持续投入+概念微创新) → 大单品.....	8
1.2.2 线：大单品 ∪ {高价值品类&低价值品类} → 产品管线.....	10
1.2.3 面：产品管线 × (稀缺性&普适性) → 单品牌.....	11
1.2.4 体：单品牌 ∪ {内生孵化&并购&代理} → 多品牌.....	13
<b>2 以外资化妆品集团为蓝本，寻找影响化妆品企业估值的关键因子</b> .....	<b>14</b>
2.1 外资化妆品集团复盘：成长路径趋同，战略打法相异.....	14
2.1.1 欧莱雅：主力品牌成长逻辑兑现估值抬升，全品类加持带来估值溢价.....	14
2.1.2 雅诗兰黛：新品牌贡献度高提供估值新动能，中高端定位享估值溢价.....	16
2.2 三维度估值拆解：切换的驱动力、溢价的核心及溢价程度归因.....	18
2.2.1 估值切换驱动力：现有品牌增长+新品牌边际贡献+外界行业条件变化.....	18
2.2.2 估值溢价：溢价源于中高端品牌增长的确定性、品类边界的延展性.....	20
<b>3 基于化妆品“1+N”模型，三维度分析本土企业的合理估值</b> .....	<b>22</b>
3.1 国内化妆品企业概览：流量红利退却，新老玩家皆加码大单品策略.....	22
3.2 综合分析：当下珀莱雅最具集团力雏形，享最高估值溢价.....	25
<b>4 投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：产品从单一成分向配方型进阶.....	6
图 2：护肤步骤梳理.....	6
图 3：彩妆步骤梳理.....	7
图 4：价格带纵向上多品牌分布，呈现多品牌档次格局.....	8
图 5：雅诗兰黛小棕瓶的升级历程.....	9
图 6：小棕瓶兼具流量与利润，驱动品牌持续增长.....	10
图 7：护肤步骤从简到繁，逐步叠加高附加值品类.....	11
图 8：高端品牌雅诗兰黛 vs 中端品牌倩碧在产品推新上的差异.....	12
图 9：雅诗兰黛多次提价促进集团护肤品销售额增长.....	13
图 10：巴黎欧莱雅推新促进集团大众化妆品销售额增长.....	13
图 11：雅诗兰黛通过自主研发、外延收购及代理逐步搭建多品牌矩阵.....	13
图 12：欧莱雅 (OR.EP) 上市以来估值及市值复盘.....	14
图 13：欧莱雅集团营业收入保持稳健增长.....	15
图 14：欧莱雅集团净利润率中枢抬升.....	15
图 15：欧莱雅集团高端化妆品业务占比持续提升.....	15
图 16：欧莱雅集团电商渠道收入占比持续提升.....	15
图 17：雅诗兰黛 (EL.N) 上市以来估值及市值复盘.....	16
图 18：雅诗兰黛集团营业收入稳健增长.....	17
图 19：雅诗兰黛集团净利润率逐年提升.....	17
图 20：雅诗兰黛集团业务结构情况.....	17
图 21：疫情后雅诗兰黛集团大力发展中国旅游零售渠道.....	17

图 22: 主品牌珀莱雅营收持续高增带动估值中枢抬升.....	18
图 23: 复购率是主力品牌持续增长的核心指标.....	18
图 24: 2020 年夸迪全网销售额贡献度多次提升.....	19
图 25: 新品牌贡献度提升的同时华熙生物估值快速攀升.....	19
图 26: 欧莱雅研发支出并未随着并购扩张而增加.....	20
图 27: 外资化妆品集团旗下品牌档次分布情况.....	20
图 28: 雅诗兰黛的 ROE 水平高于行业平均水平.....	20
图 29: 欧莱雅集团通过四大事业部实现全品类覆盖, 在不同阶段支撑集团整体营收..	21
图 30: 雅诗兰黛、欧莱雅的估值中枢高于宝洁 (PE 值为动态 PE).....	21
图 31: 珀莱雅股价变化与动态 PE Band.....	22
图 32: 珀莱雅动态 PE 变化.....	22
图 33: 贝泰妮股价变化与动态 PE Band.....	23
图 34: 贝泰妮动态 PE 变化.....	23
图 35: 华熙生物股价变化与动态 PE Band.....	24
图 36: 华熙生物动态 PE 变化.....	24
图 37: 上海家化股价变化与动态 PE Band.....	24
图 38: 上海家化动态 PE 变化.....	24
图 39: 水羊股份股价变化与动态 PE Band.....	25
图 40: 水羊股份动态 PE 变化.....	25
表 1: 各大成分在护肤领域的功效.....	5
表 2: 价格带横向上多品牌分布, 呈现多品牌定位格局.....	8
表 3: 兰蔻小黑瓶的差异化定位.....	9
表 4: 护肤品类价值量对比.....	11
表 5: 国内本土化妆品企业“1+N”Model 分析.....	26
表 6: 本土化妆品企业估值分析.....	26
表 7: 可比公司估值水平一览 (截至 2022 年 3 月 31 日).....	27

## 写在前面

### 行业概况

总量上，国内化妆品行业规模大、空间广，未来5年将仍维持12%左右的高复合增速。根据欧睿数据显示，2010-2020年我国化妆品行业CAGR为9.7%，2020年市场规模达5199亿元，受疫情影响2020年增速同比下滑7.5pcts至7.2%，预计至2025年市场规模有望超过9000亿元，未来5年复合增速将维持在12%的高位水平。结构上，国内化妆品行业内部分化显著。根据欧睿数据显示，高端、彩妆、电商增速常年领跑行业，未来5年高端化妆品增速仍将高于大众化妆品，彩妆与护肤品增速的差异将趋于收敛。竞争格局上，高端市场外资主导，国货应变能力强占据大众市场。根据欧睿数据测算，我国高端护肤品市场集中度较高，自2016年起CR10稳步提升，在2020达到36.3%，且外资品牌凭借较强的品牌力常年在高端市场占据主导，高端护肤品市场前10大品牌中仅薇诺娜一家国货品牌通过细分赛道的差异化竞争成功跻身市场前列。反之，我国大众护肤品市场中国货品牌竞争力较强，其中线上渠道运营能力较强的国货品牌自2016年起份额提升较快，而传统线下占比较高的品牌明显承压。

现阶段，化妆品新规出台+渠道内卷，化妆品行业竞争格局中短期内无法达到稳态，具有集团力的企业有望在长期竞争中脱颖而出。化妆品新规之下，功效性检测对化妆品企业的研发、产品、资金等综合实力都提出了更高要求，行业马太效应进一步显现。此外，后流量时代全渠道进入存量平衡阶段，较大程度冲击此前品牌单依靠流量的线性增长模型。当下，我国化妆品行业发展的底层逻辑从渠道驱动转变至流量驱动，现已演变至产品驱动，进入品牌沉淀期，我们认为拥有集团化发展潜力的本土化妆品企业具备较大的投资价值。

### 关键结论

(1) 产品易破圈，品牌难长红，化妆品公司集团化发展更是道阻且长。化妆品公司集团化的成长路径可拆解成大单品—产品管线—单品牌—多品牌的递进式发展，每一步的发展都需要时间沉淀，深刻理解化妆品企业在不同阶段的战略打法具有前瞻性意义；

(2) 化妆品企业业绩成长来源于现有品牌的持续增长、新品牌的边际贡献，驱动企业估值切换。估值切换的驱动力通常源自企业未来业绩经营预期的变化，化妆品企业的业绩成长来源于现有品牌的持续增长、新品牌的边际贡献，两者直接影响化妆品企业业绩成长预期，带动估值切换。此外，外界条件演变引起行业β型发展机遇，如化妆品新规之下的行业出清、媒介平台的发展完善/渠道变革带来行业发展新机遇。以上三个变量从短中长期多维度影响化妆品企业业绩成长预期，进而带动企业进入估值切换通道；

(3) 中高端品牌增长的确定性、品类边界的延展性，是化妆品企业估值溢价的核心。一方面中高端品牌增长的确定性带来较高的利润释放力，另一方面品类边界延展下企业营收体量稳健扩增，两方面因素均构成了化妆品企业消化估值的能力，使得化妆品企业在扩张期内估值水平往往处于溢价状态(赛道空间、企业定位、运营能力决定溢价程度)。

## 1 从品种属性出发，剖析化妆品公司集团化的成长路径

### 1.1 品种属性：化妆品兼具科学、功能、情感属性

化妆品是众多可选消费品中最有趣的一种，其通常被界定于药品与普通消费品之间。化妆品在生产端归药监局管理，其产品安全、功效宣称均受到较为严苛的监管，但在零售终端化妆品是可以在众多渠道中被随手购买的快消品，究其背后的原因在于化妆品本质上具备如下多种品种属性：

#### 1) 科学属性：成分研制、配方选择

化妆品的成分研制始于基础研究，而配方选择又离不开调配技术，两者决定了化妆品的科学属性。化妆品是由各种性能各异的原料经过合理调配加工而成的复配混合物，工艺流程较为简单，因此化妆品企业入门较易、产品出错率较低。但是，产品能用并不等同于产品有用，核心差异在于化妆品生产过程中的成分添加与配方选择，背后映射出来的是基础研究和调配技术的科学性。一方面，原料之间最大的价值差别在于是否具备功效，如欧莱雅的玻色因（促进组织再生）、雅诗兰黛的二裂酵母（促进 DNA 修复）、资生堂的 4MSK（加速黑色素代谢）、宝洁的烟酰胺（阻断黑色素传递），均是化妆品集团通过长期的基础研究而研制出的专利成分，是廉价原料无法效仿的；另一方面，一款好用的化妆品不仅需要有好原料成分，也需要有好配方，如同一杯鸡尾酒，仅有好的基酒并不够，还需讲究添加量以及不同基酒与其他辅料之间的口味协调，对于化妆品而言，配方师需要考虑的是有效成分的有效浓度、刺激成分的安全浓度、配伍、保存条件等综合因素，专业性较强。

现阶段，化妆品产品配方的重要性大于成分。消费者从注重产品的某种单一成分的较高浓度，逐步深入关注有效浓度、安全浓度，并且焦点也已转移至专业有效的配伍。以注重成分添加的品牌高修丽可、HFP 为例，修丽可旗下产品主打科学配方，目标定位高端市场，而 HFP 旗下产品多为原料桶护肤品（追求最高量的活性物添加），目标定位中低端市场，我们从国内市场观测到近年来修丽可增长动力强劲，根据欧睿数据显示，2016 年修丽可销售额不到 HFP 的 3 成，2020 年修丽可销售额已上升至 HFP 的 4 成，且 2019、2020 年修丽可销售额 CAGR 为 120%+，增速远快于同期 HFP 约 55% 的水平，由此可见 2019 年起至今消费群体正重视产品配方而非简单追求成分。

表 1：各大成分在护肤领域的功效

成分	功效
辅酶 Q10	抗氧化剂，能消除皮肤自由基，达到水油平衡的健康状态
虾青素	抗氧化，增强细胞再生能力，减少衰老细胞堆积
果酸	去除堆积角化细胞，调节皮脂分泌
胜肽	小分子蛋白质，刺激胶原蛋白再生

资料来源：美丽修行 APP、财信证券

图 1：产品从单一成分向配方型进阶

The Ordinary VC粉					修丽可维生素CE复合修护精华液				
包含成分 1 种					包含成分 9 种				
成分名称	成分安全分	活性成分	致痘风险	使用目的	成分名称	成分安全分	活性成分	致痘风险	使用目的
抗坏血酸 (维生素C)	1	3		抗糖化, 抗衰, 皮肤调理, 抗氧化	水	1			皮肤调理, 溶剂
					双丙甘醇	1+2			保湿, 溶剂, 黏度控制
					抗坏血酸 (维生素C)	1	3		抗糖化, 抗衰, 祛斑美白, 皮肤调理...
					甘油	1+2			皮肤防护, 皮肤调理, 头发调理, ...
					月桂醇聚醚-23	1+3		⚠	清洁剂, 表面活性剂, 乳化剂
					苯氧乙醇	2-4			防腐剂
					生育酚 (维生素E)	1	3	⚠	修护, 抗衰, 祛斑美白, 皮肤调理, ...
					阿魏酸	1+2	3		抗衰, 抗氧化
					透明质酸钠	1	3		抗衰, 皮肤调理, 保湿

资料来源：美丽修行 APP、财信证券

## 2) 功能属性：肌肤护理、面容妆饰

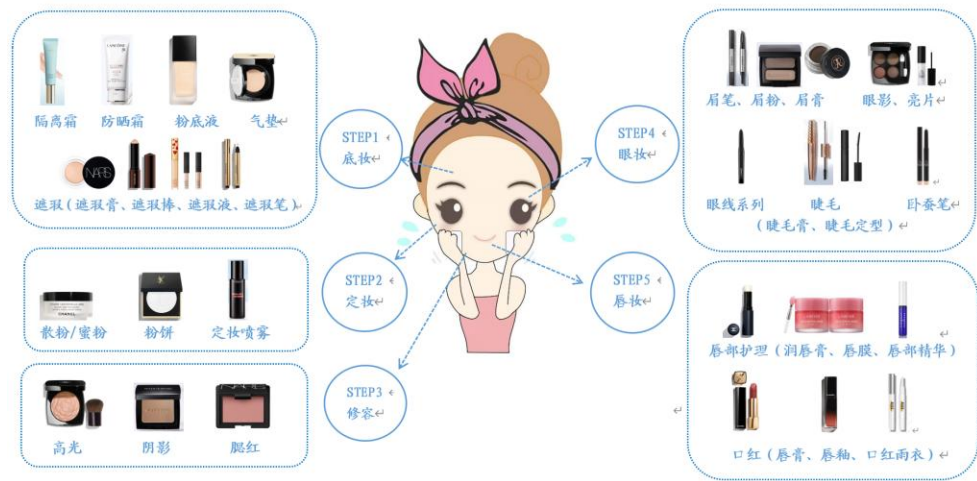
消费者对于肌肤的护理需求，以及对于面容的日常妆饰需求，共同决定了化妆品的功能属性。化妆品的护肤功能可分为清洁、基础保养、特殊功效三大类，每一类功能对应的护肤品质地各异且需配合不同的护理手法，因此横向上来看针对肌肤的全方位护理通常步骤繁多，而在纵向上亦有功效的进阶，一般遵循维稳—保湿—美白—抗衰的升级路径。化妆品的妆饰功能则主要通过彩妆品来实现，完成整个面部的妆饰通常需要底妆、定妆、修容、眼妆、唇妆等 5 大步骤，且每一步骤内均涉及不同功能的配套产品，如底妆步骤中包括隔离、防晒、粉底液、遮瑕等 4 大产品类型，而这些产品又可以进一步细分至不同产品形态，如遮瑕可进一步细分成遮瑕膏、遮瑕棒、遮瑕液、遮瑕笔等多种形态以作用于不同精细部位（遮瑕膏可用于遮盖黑眼圈，遮瑕液可用于嘴角或鼻翼提亮）。

图 2：护肤步骤梳理



资料来源：雅诗兰黛等官网、财信证券绘制

图 3：彩妆步骤梳理



资料来源：雅诗兰黛等官网、财信证券

### 3) 情感属性：自我满足、精神犒赏

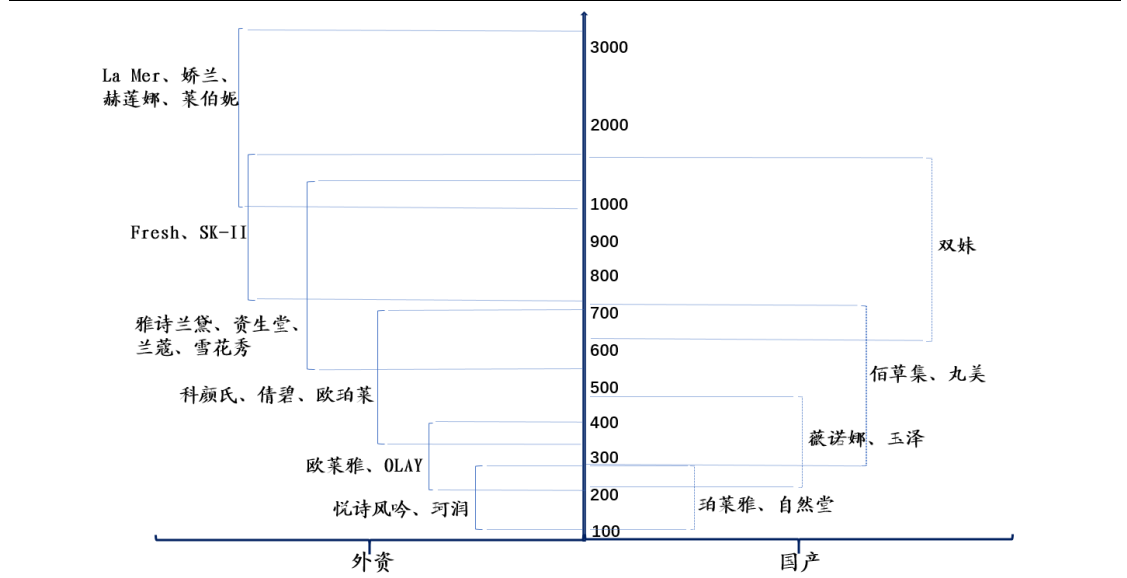
人类天生有着变老的焦虑和求美的欲望，化妆品恰是围绕此两大痛点做生意，可见化妆品在本质上附有情感属性。美丽没有标准，即不能被证实亦不能被证伪，不同客群的价值与审美不同，对于美丽的定义通常具备很强的主观性，消费者在使用化妆品的过程能满足自我感受，获得愉悦感，享受专属自己的精神犒赏。

## 1.2 化妆品公司集团化的成长路径：点（大单品）—线（产品管线）—面（单品牌）—体（多品牌）

化妆品的科学、功能、情感属性从客观性到主观性以此递进，而这一递进关系恰能对应至化妆品企业的单品牌孵化过程。客观性依靠事物发展规律，主观性则依赖于人的精神和意志，从客观性到主观性通常需要情感附加值加成，我们认为化妆品企业的单品牌孵化过程恰好遵循这一递进关系：1) 首先以科学属性作为基点，以成分为切入口做大单品策略；2) 其次以功能属性做迭代，通过大单品拓展产品管线以拉长生命周期；3) 最后以情感属性升华，经过时间沉淀塑造品牌价值。

鉴于单一品牌天花板有限，化妆品企业在成功孵化单品牌后，通常会进阶至以多品牌矩阵为核心的集团化发展，我们认为行业价格带纵向上的多品牌档次，叠加横向上的多品牌定位，共同构成了化妆品企业布局多品牌矩阵的必要条件。综合化妆品的三大品种属性来看，在任何一个属性维度上都能延伸出繁多细分需求，行业需求端的高度个性化奠定了供给端的多品牌格局。一方面，化妆品的高度个性化使得各大化妆品品牌能清晰地找到与自身定位相对应的档次，不同价格带上均有品牌覆盖；另一方面，即使在同一价格档次上，不同客群或因年龄层次、生活习惯、审美品味各异而有不同需求，特定价格带上又会分裂出定位各异的品牌。

图 4：价格带纵向上多品牌分布，呈现多品牌档次格局



资料来源：天猫官网、财信证券

表 2：价格带横向上多品牌分布，呈现多品牌定位格局（以 700 元-1000 元价格带为例）

抗衰老精华（700元-1100元）				
品牌	产品	品牌定位	毫升	价格
娇韵诗 Clarins	娇韵诗黄金双萃精华	天然功效性护肤品牌，采用植物精萃，0添加乳化剂，针对孕妇、敏感肌肤客群	30ml	720元
雅诗兰黛 Estee Lauder	雅诗兰黛面部纤维精华	一线赛道护肤品牌，以“科技护肤”护肤为卖点，功能定位于偏中低年龄段客群的抗衰	30ml	720元
修丽可 SKIN CEUTICALS	修丽可紫米精华	皮肤学级护肤品牌，致力于研究、制造用于改善整体肌肤健康和外观的创新的皮肤学护肤产品	30ml	980元
赫莲娜 HR	赫莲娜绿宝瓶精华	顶级赛道护肤品牌，具有高阶配方体系，以“植物原生细胞”卖点，主打皮肤细胞新生概念，针对偏中高年龄段客群	30ml	1080元

资料来源：雅诗兰黛等官网、天猫旗舰店、财信证券

综上所述，化妆品公司集团化的成长路径可拆解成大单品—产品管线—单品牌—多品牌的递进式发展，我们将沿着此条路径探究如下四个问题：企业如何沉淀出大单品？怎样利用大单品的延展性丰富产品管线？如何根据产品管线定位确立品牌雏形，并保持单品牌成长？单品牌如何过渡至多品牌矩阵？



### 1.2.1 点：爆款产品 +（营销持续投入+概念微创新）→大单品

大单品源于爆款产品，而爆款产品的打造通常从具备话题性的成分出发。1) 爆款策略的打法之一是凭借创新成分出圈：以诞生于 1982 年的雅诗兰黛经典大单品小棕瓶为例，上世纪 80 年代以前全球石化合成工业较发达，护肤品原料多来源于化学工业，原料成分较为简单、成本较低，因此护肤品在当时处于矿物油时代，品类多为水、油、霜形态，而小棕瓶首次采用二裂酵母发酵产物溶胞物（简称 BFL），首创“细胞修复”、“夜间修复”概念，并首次采用滴管式设计、微乳液配方，在护肤品行业定义了“精华”这一品类边界。BFL 最早由德国实验室 CLR 研发，其具有很强的抗免疫



抑制活性并能促进 DNA 修复，可有效保护皮肤不受紫外线引起的损伤，雅诗兰黛公司较早便与 CLR 签订协议并获得较低的进货价格，在第一代小棕瓶精华中便加入超 9% 二裂酵母提取液，且首次使用透明质酸作为保湿剂，成功打造了第一款明星级精华；  
**2) 爆款策略的打法之二是通过差异化定位破局：**以诞生于 2009 年的兰蔻经典大单品小黑瓶为例，小黑瓶与小棕瓶类似，同样以 BFL 为核心成分，但其主打“基因保养”概念与小棕瓶的“细胞修复”概念形成一定错位，且巧妙地将品类卖点定位于“肌底液”（帮助肌肤后续更好地吸收精华）、功效卖点定位于“渗透”，与先发者小棕瓶形成一定的竞合关系，推出后连续斩获了 65 项美容大奖。

表 3：兰蔻小黑瓶的差异化定位

产品	核心成分相同	概念错位	竞合关系	
			功效卖点区隔	品类卖点互补
 兰蔻小黑瓶	二裂酵母发酵产物溶胞物	“基因保养”	主打“渗透”功效 (添加羟乙基哌嗪乙烷磺酸、乙醇促进透皮吸收)	定位于“肌底液” (帮助肌肤后续更好地吸收精华)
 雅诗兰黛小棕瓶	二裂酵母发酵产物溶胞物	“细胞修复”	≠ 主打“修护”功效	↓ 定位于“精华”

资料来源：雅诗兰黛等官网、财信证券

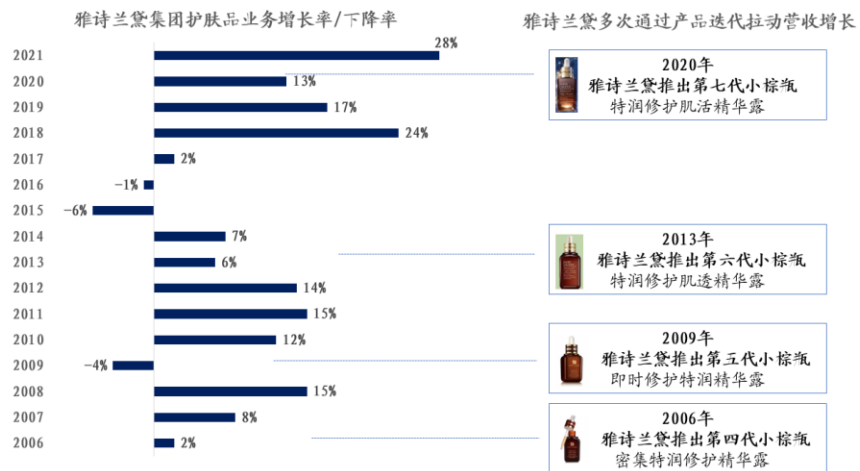
持续的营销投入和概念微创新，推高爆款产品的客户粘性、复购率，最终沉淀出能持续驱动品牌业绩增长的大单品。1) 持续营销投入占领心智，提升爆款的客户粘性：爆款产品成功出圈后，一定程度上会享受公司的资源倾斜，除了品牌代言人会侧重推广爆品之外，爆品亦能自主选择气质与之定位相符的产品系列代言人进行高频推广；2) 围绕核心成分，不断通过概念微创新进行爆品系列升级，维持热度吸引客户复购：从小棕瓶的升级历程来看，小棕瓶的前后七次迭代中经历了五次加法，每一次加法均添加具有新功效的发酵原料以不断完善整体修复力，与之同时公司亦会开创新概念，小棕瓶已从最开始的“细胞修护”逐步进阶至“DNA 修护”、“昼夜节律同步修护”、“细胞自噬修护”、“信源技术修护”。如今，小棕瓶已成为雅诗兰黛旗下兼具流量与利润的大单品，2006 年至今在雅诗兰黛集团护肤品业务为正增长的所有年份里，小棕瓶均为主要增长驱动力。

图 5：雅诗兰黛小棕瓶的升级历程



资料来源：雅诗兰黛官网、财信证券

图 6：小棕瓶兼具流量与利润，驱动品牌持续增长



资料来源：雅诗兰黛财报、财信证券

### 1.2.2 线：大单品U{高价值品类&低价值品类} → 产品管线

大单品具备较高的客户粘性，因此其在品类上的延展性较强，大单品往往通过品类升级&品类连带拓展产品管线。彩妆中的口红、眼影等色彩类产品时尚性较强，随流行趋势变化而变化，迭代周期快，难以沉淀出大单品，而彩妆中的粉底、修容、高光等底妆类产品多用于面部肤色修饰，消费者对面部肤色的偏好不易随着流行趋势而改变，从而底妆类产品更容易沉淀大单品，但底妆类产品之间独立消费属性较强、连带效应较弱，因此我们认为聚焦护肤品的产品管线拓展相对更有意义。

一方面，遵循从简到繁的护肤步骤，护肤品的品类升级从低附加值向高附加值延伸。我们以每毫升的价格来判定护肤品类的价值量，通过雅诗兰黛旗下的8大护肤品类对比，可以看出洁面、化妆水的品类附加值较低，而眼霜、精华的品类附加值较高，这与消费者从简单的水乳保湿进阶至复杂的全方位功效护肤的护肤步骤相对应。以贝泰妮公司旗下主品牌薇诺娜的“舒敏”系列为例，薇诺娜早期的大单品舒敏特护霜成功破圈后，便开始逐步向高价值的面膜、精华等品类进行升级，其中舒敏修护冻干面膜为2021年新品，去年双十一全网销量超200万盒，舒敏修护精华同期销售额破亿元。公司2021年护肤品平均售价同比提升8.71%至49.80元，侧面验证“舒敏”系列产品管线的逐步丰富优化了公司的产品结构，从价升的逻辑上驱动了公司护肤品业务的增长。

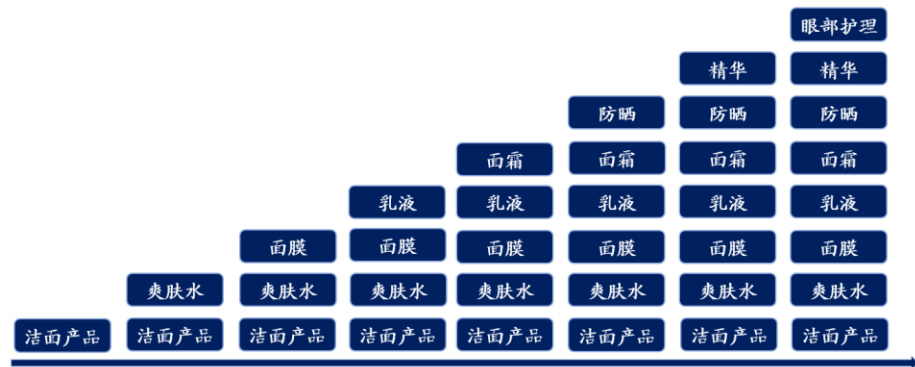
另一方面，基于日常护肤的惯常性原则，护肤品的品类连带从高附加值向低附加值品类覆盖。消费者的日常护肤具有一定程度上的一贯性，具体表现在消费者不会经常性更换护肤品牌，护肤习惯成熟的消费者通常会因为使用了某一品牌的精华/眼霜，而连带购买该品牌旗下的面膜、化妆水、洁面等产品。以雅诗兰黛的ANR(Advanced Night Repair)修护系列为例，该系列是由雅诗兰黛经典大单品小棕瓶精华衍生而来，小棕瓶以其主打的修护概念为核心，逐步向眼部精华、化妆水等品类进行连带，通过丰富的产品管线最终成功打造出明星级护肤系列。

表 4：护肤品类价值量对比

品类	明星产品价格 (元)	对应规格 (ml)	价值量 (元/1ml)	明星产品
眼霜	530	15	35	雅诗兰黛小棕瓶熬夜眼霜
精华	900	50	18	雅诗兰黛第七代小棕瓶精华
防晒	420	40	11	雅诗兰黛沁水光透妆前乳隔离霜
面霜	820	75	11	雅诗兰黛胶原霜
乳液	790	100	8	雅诗兰黛胶原霜补水保湿乳液
面膜 (片状)	1190	8片	149元/片	雅诗兰黛小棕瓶双层面膜
化妆水	900	200	5	雅诗兰黛樱花原生液
洁面	320	150	2	雅诗兰黛润泽洁面霜

资料来源：雅诗兰黛官网、天猫旗舰店、财信证券

图 7：护肤步骤从简到繁，逐步叠加高附加值品类



资料来源：财信证券

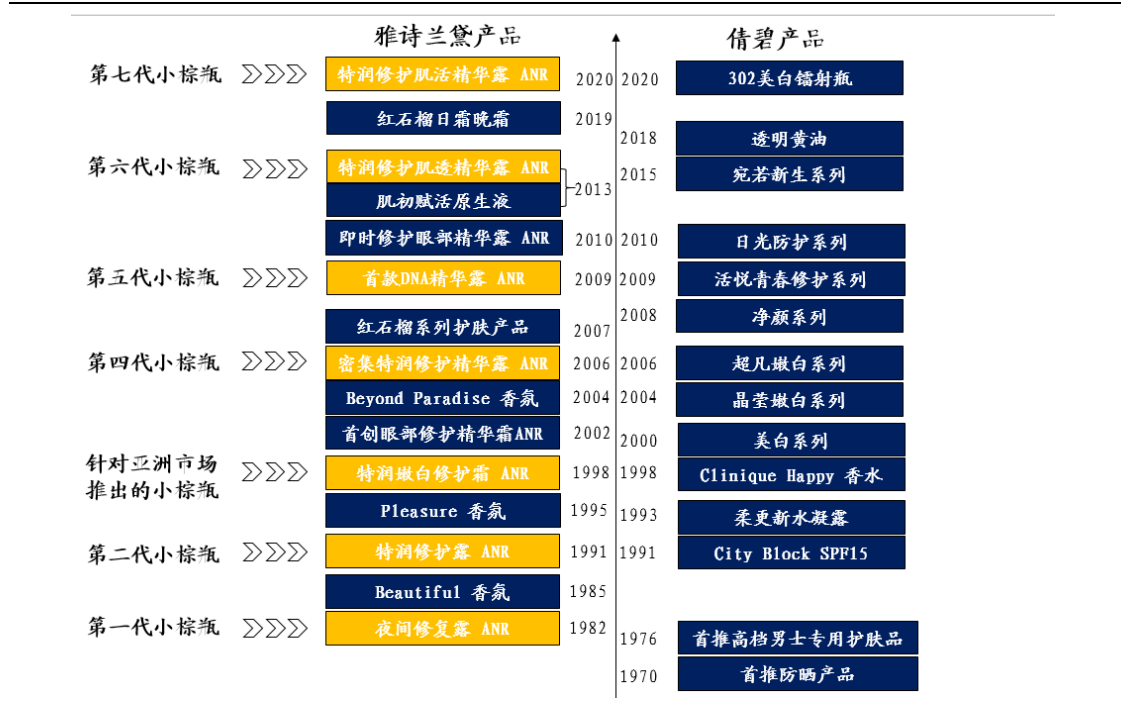
### 1.2.3 面：产品管线 x (稀缺性&普适性) → 单品牌

中高价格带上的产品管线通过塑造稀缺性，奠定高端化品牌调性。稀缺性可来自以下 3 个方面，1) **研发层面**：一类是打造核心成分的排他性，如赫莲娜产品中的玻色因是欧莱雅集团的专利成分、资生堂产品中的 4MSK 是资生堂集团的专利成分，另一类是突出研发过程的困难性，如 La Mer 产品中的神奇活性精萃 Miracle Broth™ 是美国前太空物理学家 Dr. Max Huber 在一次火箭燃料实验爆炸受到严重灼烧后，历经 12 年、6000 次试验后提炼出来的成分；2) **原始受众客群**：中高端品牌在创立之初产品多为王室或贵族所用，如娇兰创始人于 1854 年被拿破仑三世皇后 eugenie 钦选为御用香水专家、La Prairie 最初的抗老化护理中心以活细胞治疗技术吸引当时社会的贵族名流；3) **渠道选择**：中高端品牌往往有选择性地进驻美容院、中高端百货渠道，精选与消费者的触点以精准定位目标客群，保持产品的神秘性。

中低价格带上的产品管线可通过提高普适性，深化品牌的大众化基调。普适性可通过以下 2 个方面来提升，1) **将产品推新的重点聚焦在全功效上，并保持高频推新**：对比高端护肤产品管线来看，高端护肤的推新多为经典系列产品的升级迭代，且推新周期较长，而大众护肤的产品推新多以实现保湿、美白、抗衰、祛痘等全功效扩圈为重点，以覆盖单个消费者的更多功能场景、拓宽受众面；2) **广泛铺设渠道**：通

过尽可能多的渠道与多层次消费者建立触点，品牌能迅速扩大市场认知，同时在终端能从多维度洞察消费者偏好，反向赋能产品推新。

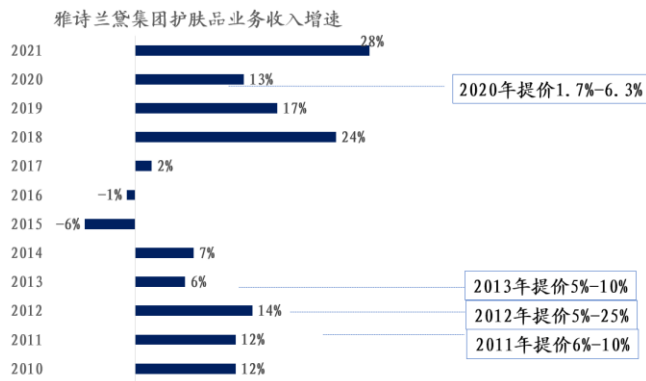
图 8：高端品牌雅诗兰黛 vs 中端品牌倩碧在产品推新上的差异



资料来源：雅诗兰黛等官网、财信证券

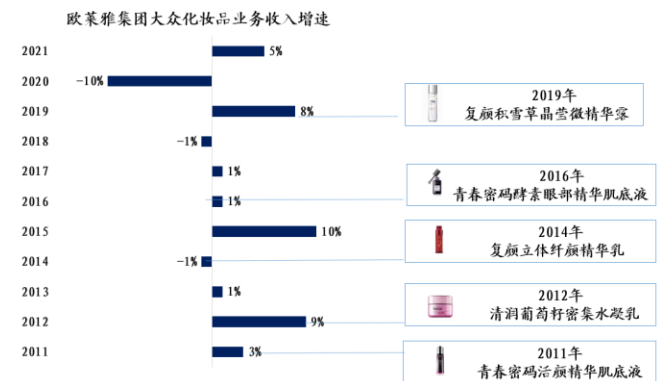
单个品牌的不同定位，导致品牌之间对应的目标客群、市场结构以及经营策略迥异，高端、大众化妆品牌成长逻辑各不相同。1) 高端品牌寻求“心智大渗透”，**销售额=产品单价 x 产品销量**：高端品牌的稀缺性需要通过高价产品来体现，因此高端品牌的成长模型应从产品角度进行拆解。高端化妆品牌的目标客群少于其他定位市场，且此类客群因化妆品消费习惯成熟，需求更加非标准化，从而高端化妆品牌的经营重点在于精细化打磨产品以满足目标客群的高阶需求，进而提升品牌文化认可度、留存复购能力及意愿较高的客群，而非向规模体量冲刺。综合来看，我们认为**高端品牌成长的侧重点在于利用品牌溢价对产品进行提价，同时依靠客群的高复购提升产品销量**，以实现品牌穿越周期的成长；2) 大众品牌追求“生意大渗透”，**销售额=客单价 x 消费者数量**：大众品牌的普适性价值体现在受众面的广度上，其成长模型应从客群角度进行分析。大众品牌天然地拥有较大的市场空间，追求规模优势、全方位覆盖是其经营重点。我们认为大众品牌的成长逻辑分为两个维度，一个是提高客群价值，如前文所述品牌可通过多功能线布局实现对单个消费者的多个功能场景覆盖，进而从整体上拉升客单价，另一个是扩大客群容量，此点可通过品牌的高频推新、广域渠道铺设下的持续拉新实现。

图 9：雅诗兰黛多次提价促进集团护肤品销售额增长



资料来源：雅诗兰黛官网、品观APP、财信证券

图 10：巴黎欧莱雅推新促进集团大众化妆品销售额增长

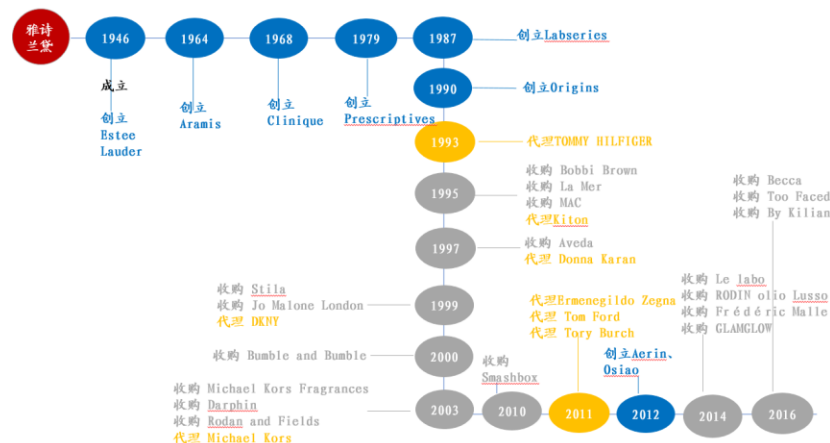


资料来源：欧莱雅官网、财信证券

### 1.2.4 体：单品牌U{内生孵化&并购&代理} → 多品牌

化妆品行业的需求多样化、个性化背景之下，单品牌成长天然有上限，化妆品公司注定要通过打造多品牌矩阵以谋求集团化发展，公司通常采用的手段有内生孵化、外延收购以及代理。我们以雅诗兰黛集团为例，梳理此三种手段助其逐步搭建多品牌矩阵的过程：**1) 内生孵化为基础盘**：集团在创立之初仅有雅诗兰黛这一单个品牌，在雅诗兰黛在全球市场具备一定规模后，便开始自主研发品牌，先后孵化出 Armis、倩碧等品牌，至今集团体内拥有 6 个内生孵化的品牌，定位覆盖男士护肤、皮肤科护肤、天然护肤等；**2) 外延收购补充细分领域**：集团的收购动作始于 1995 年，其每一轮收购都有一定的周期性，集中在 1995 年、2014 年、2016 年三个时间段内，集团按需收购以补充细分领域，收购的 15 个品牌定位于彩妆、护发、香氛、面膜、功效护肤品等不同赛道上；**3) 代理品牌提升知名度**：一方面相较于自主研发品牌较长的开发周期，通过代理品牌集团可以实现高频推新、提升曝光度，另一方面通过代理可以收购代理品牌的忠实客群，快速积累新业务，节省了重新打造新品牌的流程。雅诗兰黛集团代理的品牌均为轻奢或奢侈时装品牌合作开发的香水、美护产品线，至此雅诗兰黛已从单一品牌公司成长为行业顶端的高端化妆品集团。

图 11：雅诗兰黛通过自主研发、外延收购及代理逐步搭建多品牌矩阵



资料来源：雅诗兰黛官网、财信证券

## 2 以外资化妆品集团为蓝本，寻找影响化妆品企业估值的关键因子

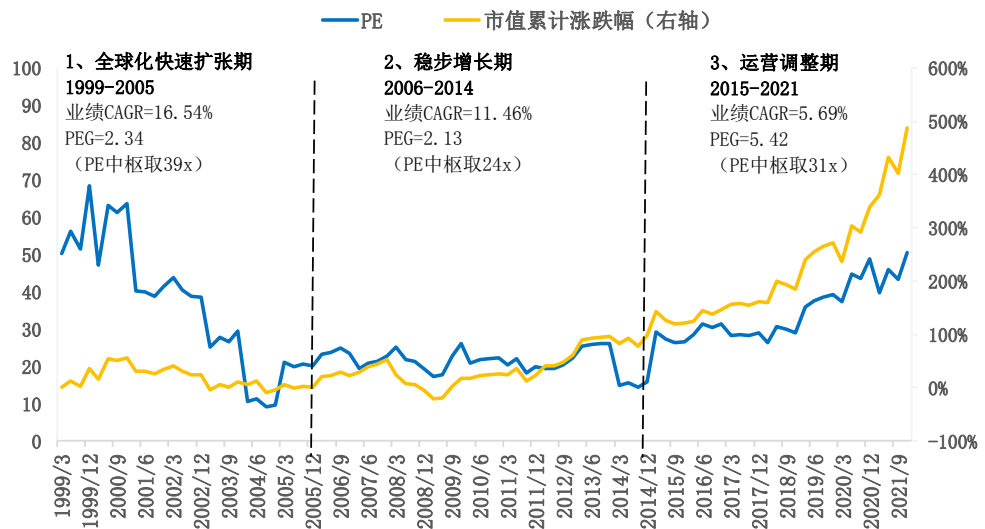
欧莱雅、雅诗兰黛两大外资化妆品集团巨头成立于上世纪，至今均已完整地经过了前文所拆解的成长路径。我们将通过复盘此两大化妆品集团历年来部分时间段上的关键举措，并结合当期的业绩、市值表现，以期寻找估值切换的驱动力、估值溢价的核心以及影响估值溢价程度的因素。

### 2.1 外资化妆品集团复盘：成长路径趋同，战略打法相异

#### 2.1.1 欧莱雅：主力品牌成长逻辑兑现估值抬升，全品类加持带来估值溢价

欧莱雅集团起源于一家美发公司，1907年创始人舒莱尔研发出无毒染发剂，此后陆续推出多种洗护用品，1957年销售额已达1.5亿欧元，1963年在巴黎上市，此后通过频繁收购进军化妆品领域。在欧莱雅集团登陆资本市场后的65年发展历程中，总体上经历了全球化快速扩张期、稳定增长期、运营调整期三个阶段，对应PE估值经历了高位回探、平稳震荡、稳步攀升。

图 12：欧莱雅（OREP）上市以来估值及市值复盘



资料来源：Wind、财信证券

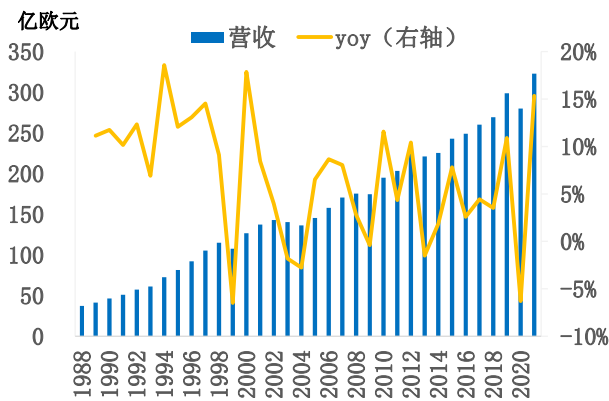
注：数据自1999年开始统计，由于时间维度较长，仅选取季度末数据；部分年度市场一致预期数据缺失，故估值所用业绩为当年实际净利润；业绩CAGR起始时间为阶段起点与终点；PEG中的PE为阶段估值中枢

**1999-2005年：**集团在涉足化妆品领域后，加速并购开启全球化扩张步伐，但后期在新兴市场并购标的选择错误，估值回探。欧文中执掌期间，力推“超级品牌”战略，集团聚焦美发、美妆领域的持续并购与品牌孵化，但2003、2004年集团分别收购的中国本土品牌小护士、羽西因定位混乱，表现不佳。此阶段集团营收/净利润复合增速分别为4.88%/17%，绝对收益率为-0.2%，估值从阶段最高点68x回探至10x。

**2006-2014年：集团维持激进的并购策略，进一步完善化妆品矩阵，公司全品类、全市场业务基本盘稳定，稳健经营下估值平稳震荡。**安瓺全面掌管欧莱雅集团后，积极寻找与现有品牌在定位、地区覆盖方面互补的品牌，化妆品矩阵进一步完善，集团成功研发玻色因，此后逐渐应用至兰蔻、薇姿、修丽可和巴黎欧莱雅等主力品牌的抗衰老产品线中，在终端市场取得较好反响。此阶段集团营收/净利润复合增速分别为4.54%/12%，绝对收益率为97%，估值中枢为24x并维持平稳震荡。

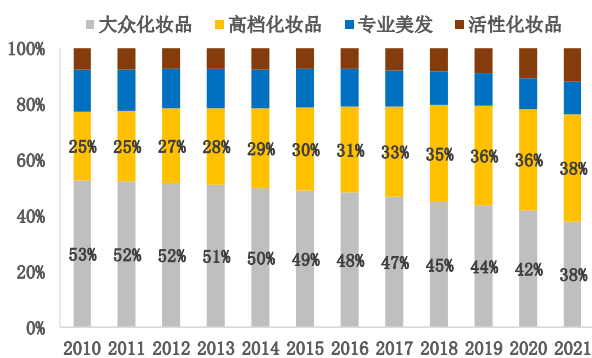
**2015-2021年：高端化妆品业务持续增长，且集团积极发力电商渠道，估值稳步提升。**此阶段集团将中高端品牌作为发展重点，高端化妆品业务占比2016年开始超过30%，2021年已超过大众化妆品业务成为公司第一大业务部门，同时集团敏锐洞察渠道变迁趋势，加大数字化投入，集团的电商渠道收入占比从2016年的6.6%提升至2021年的28.9%。此阶段集团营收/净利润复合增速分别为4.86%/6%，绝对收益率为198%，估值从25x稳步提升至50x。

图 13：欧莱雅集团营业收入保持稳健增长



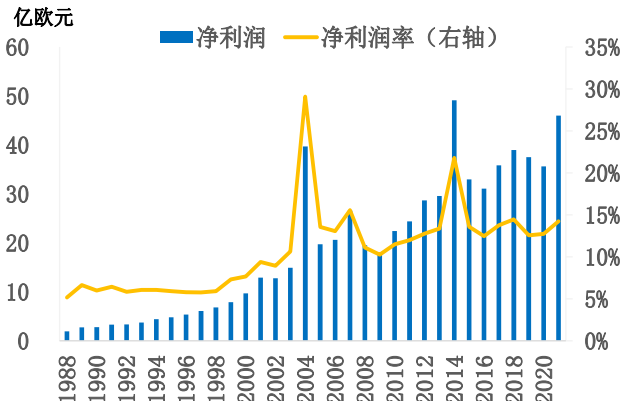
资料来源：公司财报、财信证券

图 15：欧莱雅集团高端化妆品业务占比持续提升



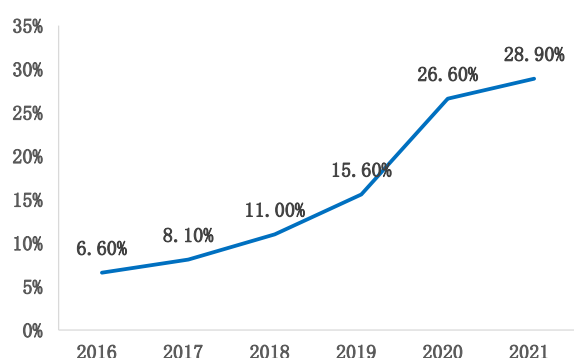
资料来源：公司财报、财信证券

图 14：欧莱雅集团净利润率中枢抬升



资料来源：公司财报、财信证券

图 16：欧莱雅集团电商渠道收入占比持续提升



资料来源：公司财报、财信证券

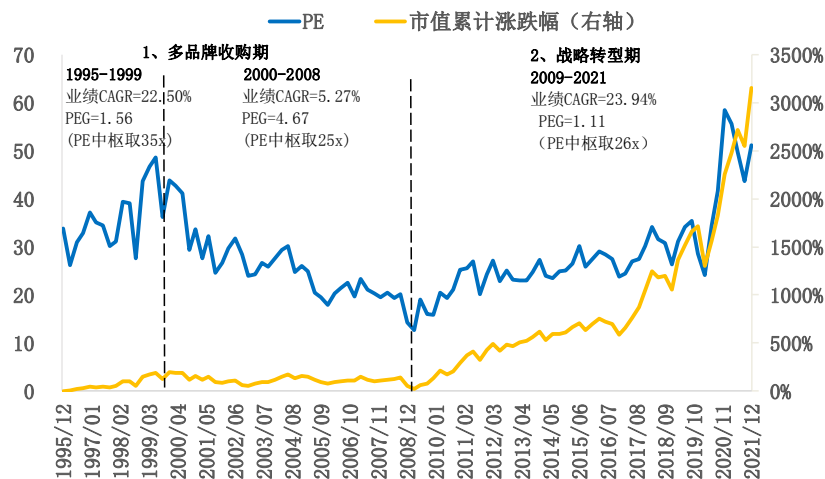
综上所述，欧莱雅集团在全球化快速扩张时期，凭借多次并购完善多品牌矩阵，品类边界持续拓展，PE 估值水平达到历史高位，但后期因品牌决策失误，部分在新兴市场并购的新品牌未能成功贡献增量，导致估值切换从高点回探；欧莱雅进入稳定发展期后，营收增速中枢虽有所降低，但各大主力品牌表现亮眼，净利润率稳步抬升的同时带动估值中枢抬升，且稳健的经营保证了估值的稳定；欧莱雅在运营调整期内，

虽放缓并购速度，但加大力度发展中高端主力品牌，兰蔻、赫莲娜等主力品牌的强势增长带动估值抬升。综合来看，欧莱雅集团并购的目的多为获得标的资源(包括渠道、研发)为主力品牌所用，因此我们认为其估值切换的核心驱动力主要在于主力品牌增长，其次欧莱雅集团以全品类、全价格带市场为导向，集团市占率常年稳居全球第一，能长期有力地支撑估值高溢价，此外集团旗下部分品牌近年来踩中行业风口(如修丽可、理肤泉、薇姿等功效性护肤品牌)、集团敏锐洞察市场风向转战电商领域，均对估值溢价有边际贡献。

### 2.1.2 雅诗兰黛：新品牌贡献度高提供估值新动能，中高端定位享估值溢价

雅诗兰黛集团成立于 1946 年，通过具有创造力的产品在终端市场快速受到消费者追捧，1960 年起开始加快海外拓展，1964 年起持续孵化多个原创品牌，通过定位不同的自有品牌有效覆盖不同消费群体，1995 年收入规模成长至 25 亿美元，同年集团在纽交所上市。雅诗兰黛集团上市后，整体上经历了多品牌并购期、战略转型期两个阶段，对应 PE 估值经历了冲高回落、持续抬升。

图 17：雅诗兰黛 (ELN) 上市以来估值及市值复盘



资料来源：Wind、财信证券

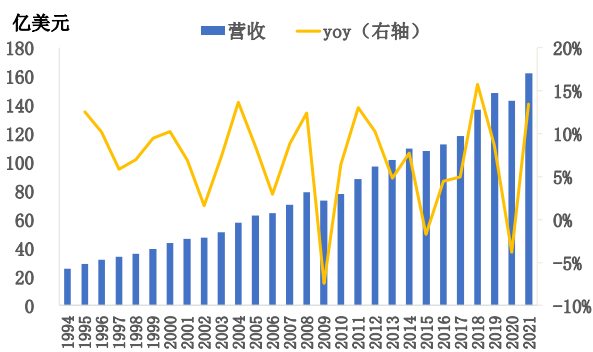
注：数据自 1995 年开始统计，由于时间维度较长，仅选取季度末数据；1995-1996 年市场一致预期数据缺失，当期估值所用业绩为当年实际净利润；业绩 CAGR 起始时间为阶段起点与终点；PEG 中的 PE 为阶段估值中枢

**1995-2008 年：多品牌收购期内，集团以保持中高端品牌调性的原则按需收购，实现品类互补，但后期因管理层投后管理经验不足，导致集团多品牌协同发展效果不佳，估值冲高回落。** 1) 1995-1999 年，集团开启高端品牌收购潮，在自有品牌的基础上成功填补了彩妆、香氛等品类空缺，此阶段集团营收/净利润复合增速分别为 8.12%/23%，绝对收益率为 192%，估值从 26x 抬升至 48x；2) 2000-2008 年，在品牌方面，因管理层缺乏在彩妆及香氛方面的运营经营，多品牌协同效应不佳，在产品方面，明星单品小棕瓶于 1998 年针对亚洲市场推出美白升级版但销售情况不佳，叠加经济危机影响，业绩增长乏力，此阶段集团营收/净利润复合增速分别为 7.71%/5.27%，绝对收益率为-49.13%，估值一路下探，至 2008 年底估值仅为 12x。



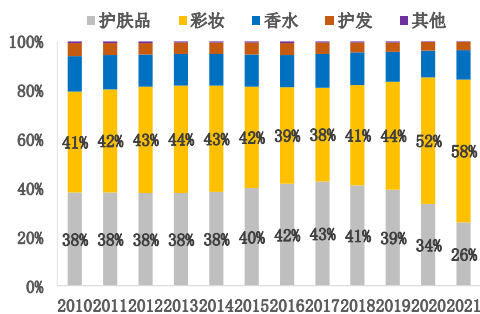
**2009-2021 年：管理层更替后集团开启战略转型，品牌年轻化+数字化运营等多维变革之下，盈利水平明显提升，业绩良性增长带动估值持续攀升。**集团于 2009 年引入首位外部职业经理人担任 CEO，此后集团开始向品牌年轻化转型，2010 年起并购年轻小众品牌，向年轻消费群体市场渗透，2016 年起集团优化资源配置、转型社媒营销、加强电商及旅游零售等新兴渠道布局，盈利能力得到较大改善。疫情之下，集团敏锐把握中国消费回流的大趋势，加大在中国的旅游零售渠道布局，2021 年其在中国旅游零售渠道收入占总收入比例已达 14%，营收规模逆势增长。此阶段集团营收/净利润复合增速分别为 6.85%/24%，绝对收益率为 2092%，估值从最低点 12x 逐步提升，期间估值最高攀升至 58x。

图 18：雅诗兰黛集团营业收入稳健增长



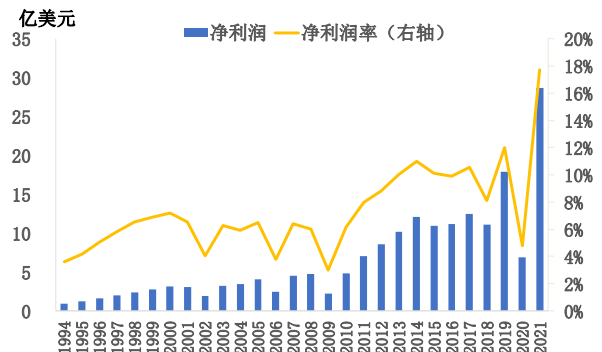
资料来源：公司财报、财信证券

图 20：雅诗兰黛集团业务结构情况



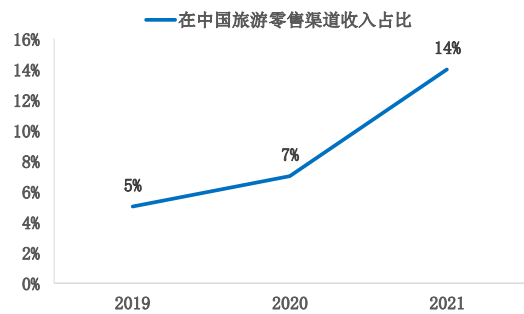
资料来源：公司财报、财信证券

图 19：雅诗兰黛集团净利润率逐年提升



资料来源：公司财报、财信证券

图 21：疫情后雅诗兰黛集团大力发展中国旅游零售渠道



资料来源：公司财报、财信证券

综上所述，雅诗兰黛集团在得到资本支持后，进入多品牌收购期，品类边界拓展下集团营收体量扩大，带动 PE 估值水平提升，但后期因多品牌协同效应不佳，新品牌边际贡献度有限，导致估值切换从高点回落；进入战略转型期后，集团数字化及消费者洞察力大幅提升，年轻小众品牌终端市场表现较好，叠加研发创新下新老品牌热度不减，营收规模持续提升带动估值切换至上升通道。雅诗兰黛集团的收购行为以保持被收购品牌在产品、风格上的相对独立性为前提，对并购标的的业绩目标有一定要求，因此我们认为其估值切换的核心逻辑主要在于新品牌的贡献程度，其次雅诗兰黛集团始终坚持占据化妆品行业的中高端市场，以体内中高端品牌为核心增量，确保了其估值中枢在中高位的合理性，此外在多维变革之下，集团营运能力大幅提升，降本增效成果显著，亦边际贡献了估值溢价。

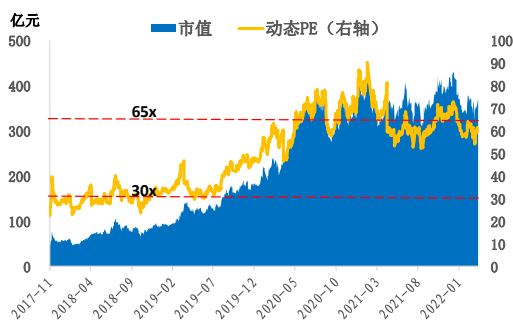
## 2.2 三维度估值拆解：切换的驱动力、溢价的核心及溢价程度归因

### 2.2.1 估值切换驱动力：现有品牌增长+新品牌边际贡献+外界行业条件变化

企业未来业绩预期的变化驱动估值切换，因此探寻化妆品企业估值切换的原因需要对企业未来业绩走势进行预判，结合前文对欧莱雅、雅诗兰黛两大集团的复盘分析，我们认为化妆品企业的成长动力可拆解为现有品牌增长、新品牌边际贡献两个部分。1) **现有品牌增长**：通常以主力品牌的增速来衡量现有品牌增长，其与复购率和客单价等指标直接相关，其中客单价随着企业产品结构的调整而变化，因此复购率是主力品牌持续增长的核心指标，此外复购率绝对值的高低往往能反映该品牌的盈利模型质量（复购率与销售费用一定程度上呈负相关，下文具体分析）；2) **新品牌边际贡献**：不管是内生孵化还是外延并购&代理而来的新品牌，都需要一定时间的培育才能对企业业绩产生边际贡献，因此新品牌培育是每个化妆品企业都需要面对的问题，而品牌培育成功的关键在于集团如何做好品牌团队管理、资源联动。除去化妆品企业本身基本面影响估值切换以外，外部条件引起的行业β变化亦会对估值产生影响，如化妆品新规之下，长尾品牌商淘汰、行业出清，龙头企业凭借自身资金、管理、供应链等优势集中度提升预期较大从而带动化妆品企业估值上升。

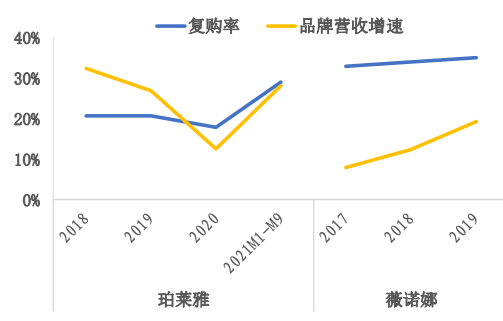
**化妆品企业的主力品牌增速是估值切换的锚指标**。若主力品牌营业收入保持高增，企业则处于业绩上升期，估值抬升，若主力品牌的营业收入增速在多个季度内出现下滑态势，通常会反映至企业短期业绩表现上，业绩承压情况下估值会相应切换至下降通道。以珀莱雅为例，2018年1月-2021年12月珀莱雅企业动态估值中枢从30x抬升至65x，2018-2021年旗下主力品牌珀莱雅营收分别同增32%/27%/12%/30%（2021年数据为预测值），主力品牌稳健增长带动公司估值进入上升期。**进一步来看，品牌复购率是洞察业绩动向的风向标**。复盘珀莱雅、贝泰妮公司旗下主力品牌（分别为珀莱雅、薇诺娜）近年来的经营表现，可以看出品牌复购率变化往往与品牌营收增速走势趋同，因此复购率是主力品牌持续增长的核心指标。此外，品牌效益越高越能帮助用户降低购买决策成本，从而提升用户粘性，而用户的高粘性又往往体现在高复购率上，同时鉴于品牌势能越强其营销推广的重要性就越弱，我们认为复购率与品牌的销售费用在一定程度上呈负相关。

图 22：主品牌珀莱雅营收持续高增带动估值中枢抬升



资料来源：Wind、财信证券

图 23：复购率是主力品牌持续增长的核心指标



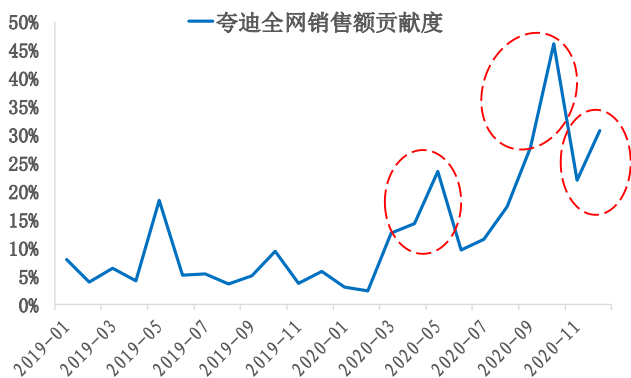
资料来源：Wind、财信证券

化妆品企业的新品牌培育进度是估值切换的加速器。对于消费品而言，除了站在消费升级顶点的高阶奢侈品牌以外，绝大多数的品牌仅能辐射到特定层次/年龄的客群，单一品牌天花板有限，且时代变迁之下没有人永远年轻，但永远有年轻人出现，品牌年轻化是永恒的主题，积极探寻多条新成长曲线是化妆品企业集团化成长的必经之路。多品牌矩阵布局下，一方面对于集团内生孵化的新品牌，我们认为建立配套制度以调动创业团队的积极性是品牌培育成功的关键，另一方面对于集团外延收购&代理而来的新品牌，关键在于如何做好资源联动以解决多品牌矩阵下费用高企的问题：

1) 通过相关配套制度，提升创业团队的主观能动性：以华熙生物为例，2018年起公司调整内部架构，实现前台多品牌多事业部协作，公司在护肤品事业线上采用内部“赛马机制”、自负盈亏，在原有润百颜品牌的基础上，相继孵化出夸迪、米蓓尔、肌活等新品牌，2020年新品牌夸迪培育成功，2020年夸迪全网销售额占公司整体护肤品业务的收入贡献度不断提升，从年初的2%最高提升至46%，贡献度提升的同时公司估值亦快速切入上升通道；

2) 充分联动技术、渠道等资源，降低品牌培育成本：复盘欧莱雅集团的并购史，可以看到欧莱雅在标的选取上有严苛的标准，并购标的至少拥有核心技术或当地销售渠道两者之一，例如集团早期收购兰蔻、薇姿是为了获取其核心技术，收购小护士、羽西、美即面膜则是看重了渠道价值。完成对外收购后，欧莱雅会将新品牌的技术、渠道资源与原有品牌共享，同时也会将内部的研发成果注入到收购对象中，资源共享下极大降低了品牌培育成本。2010-2018年欧莱雅仍在积极向外并购品牌，而得益于其充分发挥技术共享的策略，同期研发费用并没有随着并购扩张而增加，研发费用率中枢也始终稳定在3.5%水平左右。

图 24：2020 年夸迪全网销售额贡献度多次提升



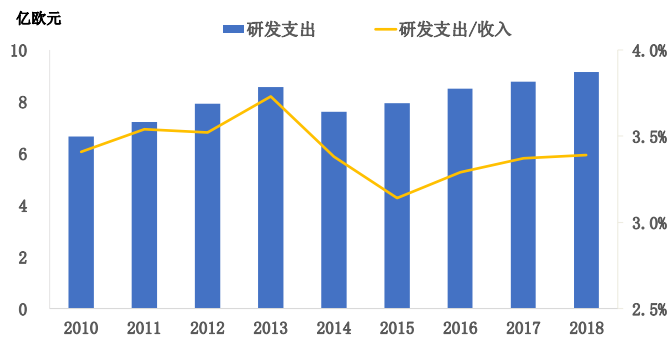
资料来源：魔镜（转引自通联数据）、财信证券

图 25：新品牌贡献度提升的同时华熙生物估值快速攀升



资料来源：Wind、财信证券

图 26：欧莱雅研发支出并未随着并购扩张而增加



资料来源：公司财报、财信证券

### 2.2.2 估值溢价：溢价源于中高端品牌增长的确定性、品类边界的延展性

在化妆品企业的扩张期内，中高端品牌增长的确定性、品类边界的延展性，是估值溢价的核心。一方面中高端品牌增长的确定性带来较高的利润释放力，另一方面品类边界延展下企业营收体量稳健扩增，两方面因素均构成了化妆品企业消化估值的能力，使得化妆品企业在扩张期内估值水平往往处于溢价状态。

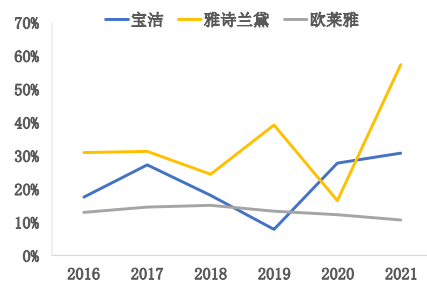
**中高端化妆品市场增长确定性高。**棘轮效应下，随着年龄增长、收入提高，大众化妆品消费过渡至高端化妆品消费是难以逆转的单向跃迁，此外化妆品行业价格带的绝对差值相比于时装、箱包等品类较小(化妆品价格带上限普遍在千元级别，时装、箱包类价格带上限通常在万元、甚至十万元级别)，消费者从大众化妆品消费向高端化妆品消费的资金跨度难度小，在化妆品消费上较易实现消费升级，同时高端产品可通过买赠折扣等方式实现市场下沉以挤压大众消费市场，因此中高端化妆品市场增长具有较高的确定性。**中高端品牌增长的高确定性对应企业较高的利润释放力，以中高端品牌为核心增量的企业享估值溢价。**从消费品的商业模式来看，消费品可复制性较强，大众消费品普遍会采用牺牲净利率的方式（一般表现在营销端投入较多）换取产品的独特性，从而提高资产周转率，维持整体 ROE 水平的稳定，而高端消费品通常具备较高的品牌价值、客户粘性较强，无需通过营销投入换取高资产周转率，因此高 ROE 持续性较强。以欧美市场为例，雅诗兰黛集团旗下中高端品牌占比多，集团拥有高于行业平均水平的净利率、资产周转率，高 ROE 持续性强，利润释放潜力大支撑估值溢价。

图 27：外资化妆品集团旗下品牌档次分布情况



资料来源：公司财报、财信证券

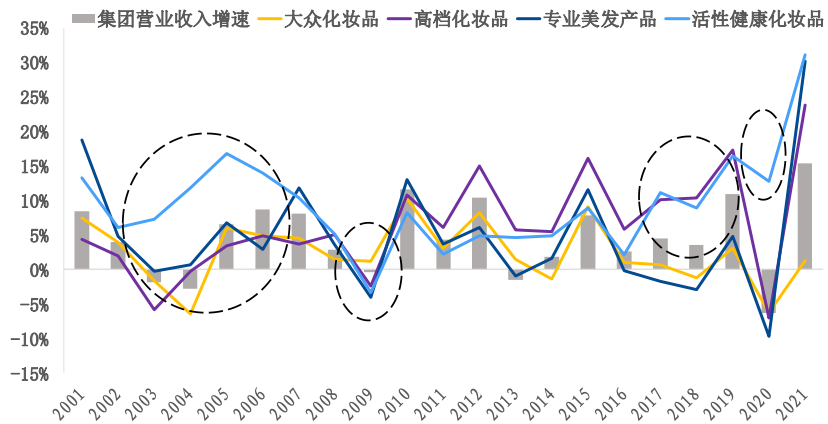
图 28：雅诗兰黛的 ROE 水平高于行业平均水平



资料来源：Wind、财信证券

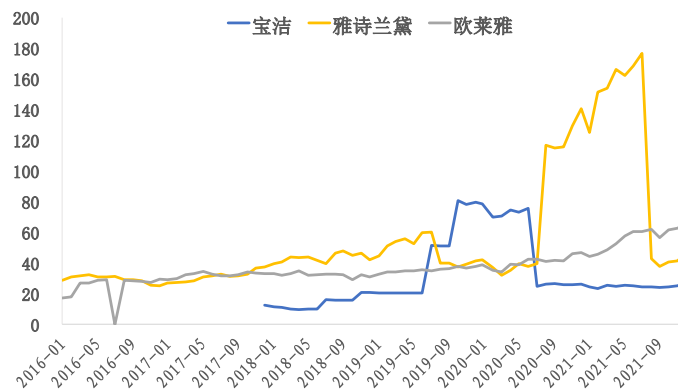
多品牌矩阵布局在品类上形成周期互补，助力企业在扩增营收体量的同时维持经营稳定性，多品类布局的企业享估值溢价。以欧莱雅集团为例，2003-2006年活性健康事业部增速领跑带动集团收入增长；经济危机之后的2009年集团内部相对必选的大众化妆品韧性较强，大众化妆品事业部收入逆势增长；2017年起，中国化妆品行业开始呈现明显的高端化、功效性趋势，集团的高档化妆品、活性化妆品事业部收入持续高增；2020年疫情之下，配方温和、具备修复功能的活性健康护肤品受市场追捧，活性化妆品事业部收入逆势高增。欧莱雅集团的全品类覆盖使得其在不同时代、不同需求的背景下能全方位捕捉消费新趋势，成功穿越不确定性，在经济危机、疫情之下均有事业部门收入正增长，期间集团整体营收仅小幅失速，营收体量稳定扩增的确定性支撑估值溢价。

图 29：欧莱雅集团通过四大事业部实现全品类覆盖，在不同阶段支撑集团整体营收



资料来源：公司财报、财信证券

图 30：雅诗兰黛、欧莱雅的估值中枢高于宝洁（PE值为动态 PE）



资料来源：Wind、财信证券

值得注意的是，估值溢价需要复购率、各品牌 GMV 增速等经营数据支撑现有预期。扩张期化妆品企业估值溢价来自于利润释放、营收体量稳定扩增的确定性，而现有品牌的持续增长、新品牌的边际贡献度直接影响业绩增速水平。只有在复购率处于高位水平、各品牌 GMV 增速不低的逻辑持续验证下，企业的集团化成长逻辑才会被认可强化，溢价才能得以建立和维系。

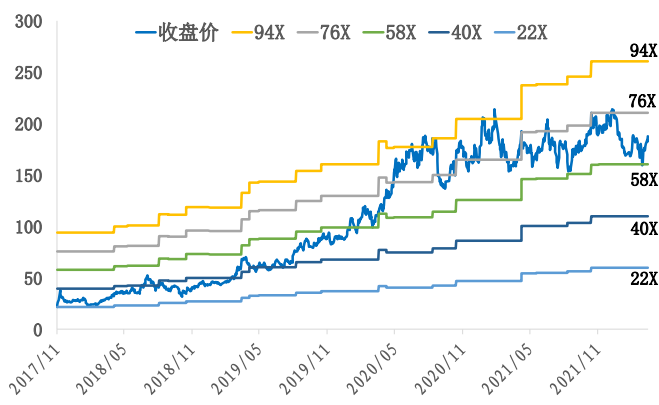
此外，我们认为影响估值溢价程度的因素有赛道空间、企业定位、企业运营能力。1) 赛道空间决定企业成长的持久性：例如以功效型护肤代表的细分化妆品赛道拥有最低的渗透率，存量客户的复购、潜在客户的转化都会为企业提供长久的成长动能；2) 企业定位决定最终体量：同处于化妆品大赛道的不同企业，品牌定位不同最终会导致稳态下市场份额的差异，而成熟状态下企业体量不同也会带来当下估值的差异；3) 运营能力是品牌成长、跨界孵化的基础：运营能力体现在企业降本增效的成果上，一方面渠道适应力越强的企业，能做好渠道更迭、渠道区隔，在流量内卷时代能找到渠道效率的最优解，另一方面企业的营销越精细化（内容营销），越能将流量收割转为流量经营，以上两点共同推动企业深耕私域模式，从而助力企业降本增效。综合而言，赛道空间、企业定位及其运营能力等因素最终均可归结为影响企业扩张期的利润体量，而成熟情况下越大的利润体量往往对应越高的当期估值溢价。

### 3 基于化妆品“1+N”模型，三维度分析本土企业的合理估值

#### 3.1 国内化妆品企业概览：流量红利退却，新老玩家皆加码大单品策略

珀莱雅定位偏大众市场，聚焦全品类，其主要看点在于：1) 大单品战略成功，主品牌升级，盈利有望持续优化。2020年起主品牌珀莱雅践行大单品策略，拥有以红宝石、双抗精华为核心的大单品矩阵，后续通过品类延伸，现已逐渐形成红宝石、双抗、源力三大核心系列，主品牌升级确定性强；2) 类护肤逻辑匹配公司经验，子品牌成长，第二成长极已显。第二品牌彩棠明确以底妆为发展重点，2021年新品销售表现亮眼，2022年爆品储备较多，成长潜力大；3) 完全自建电商团队+早期营销经验成熟，运营能力强。一方面完全自建的电商团队能灵活捕捉渠道变革，优先布局抖音渠道享受早期流量红利，另一方面早期营销经验成熟、善抓潮流热点，营销打法积极跟进渠道转型，2021年以来注重品牌层面的内容营销，市场讨论热度高，品牌形象持续升华；4) 组织架构高效灵活，市场化思维赋能研发。研发+多部门协同，打通研发、市场、运营、营销等多部门间的职能壁垒，在产品研发过程中从市场洞察端入手确定产品卖点与核心功效，新品开发成功率高。

图 31：珀莱雅股价变化与动态 PEBand



资料来源：Wind、财信证券

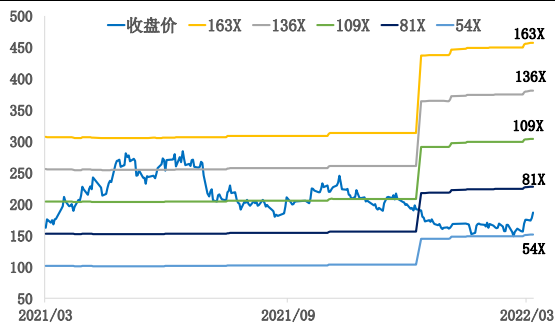
图 32：珀莱雅动态 PE 变化



资料来源：Wind、财信证券

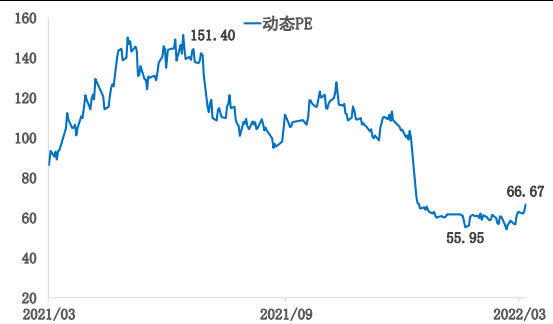
贝泰妮定位偏中高端市场，聚焦皮肤健康生态，其主要看点在于：1) 大单品立身，主品牌产品线延伸，流量爆款常新。2021 年主品牌薇诺娜持续巩固特护霜、防晒两大超级单品优势，冻干面膜成功出圈，2022 年将继续在美白、抗初老方面打造新爆款，主品牌有望持续高增；2) 延续医学共创、专业背书的方法论，子品牌厚积薄发。第二品牌薇诺娜 baby 线下精准挖掘客群，从新生儿科和月子会所推广，逐步通过线上放量，2021 年进入天猫母婴细分品类年度 TOP20，2022 年下半年有望进行产品线扩充，进一步放大品牌影响力；3) 全渠道精细运营，OTC 渠道具备较大拓展红利。传统线上渠道稳中有增，抖音、快手等新兴渠道仍有增拓空间，线下 OTC 渠道通过网点扩张+同店增长有望维持高增，此外线下销售通过 BA 引流将用户导入私域流量池，私域流量在线上放量销售后公司能追踪获取消费者偏好以制定品牌销售节奏，实现了渠道-营销的正向闭环；4) 依托天然的植物资源，赛道上具备差异化优势。依托云南 6500 余种植物库，在活性成分研发上具备天然的差异化优势，主品牌产品线的拓展空间大。

图 33：贝泰妮股价变化与动态 PEBand



资料来源：Wind、财信证券

图 34：贝泰妮动态 PE 变化



资料来源：Wind、财信证券

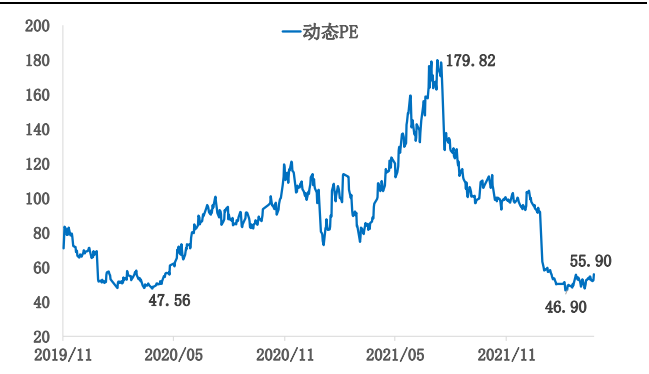
华熙生物的护肤品业务定位偏中高端市场，聚焦功能性护肤，其主要看点在于：1) 大单品次抛原液引领行业革新，主品牌高举高打，已具备一定品牌势能。两大主品牌润百颜、夸迪凭借次抛原液大单品已抢占消费者心智，2021 年品类持续拓展，润百颜收入体量已破 10 亿元，夸迪收入体量近 10 亿元，未来主品牌有望通过产品组合拳继续增加留客率；2) 四大品牌定位明确，初步探索出差异化方向。主品牌与子品牌米蓓尔、肌活的目标客群互相有一定区隔，2021 年子品牌销量均在高速增长；3) 管理体系、组织架构科学，具备平台企业潜力：公司长期坚持底层基础研究&应用基础研究，中试制造及产业转化技术成熟，市场转化能力强劲。

图 35：华熙生物股价变化与动态 PE Band



资料来源：Wind、财信证券

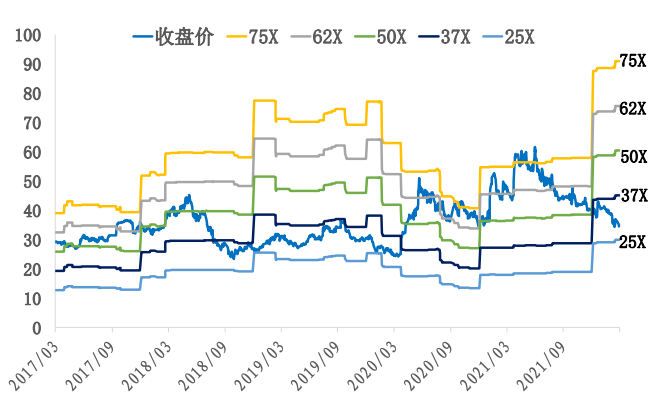
图 36：华熙生物动态 PE 变化



资料来源：Wind、财信证券

上海家化定位偏大众市场，聚焦全品类，其主要看点在于：1) 差异化定位塑造大单品，强大医研支撑下，主品牌产品系列齐全。2021 年在大单品加持下，主品牌玉泽的屏障系列销售额可观，全年月均销售额贡献均超过 3 成以上，推动玉泽增长；2) 重新打磨第二主品牌：2021 年佰草集精简产品线、持续聚焦爆品，同时全面升级现有产品，销售额增速可观；3) 线上组织架构调整，未来有望补足渠道短板，持续实现提质增效：2022 年 2 月公司线上组织架构全面调整，明确了平台电商、直播电商、达人直播、特渠四大业务前台，同时亦建立了四大中台部门，增强沟通效率、提升营运能力。

图 37：上海家化股价变化与动态 PE Band



资料来源：Wind、财信证券

图 38：上海家化动态 PE 变化

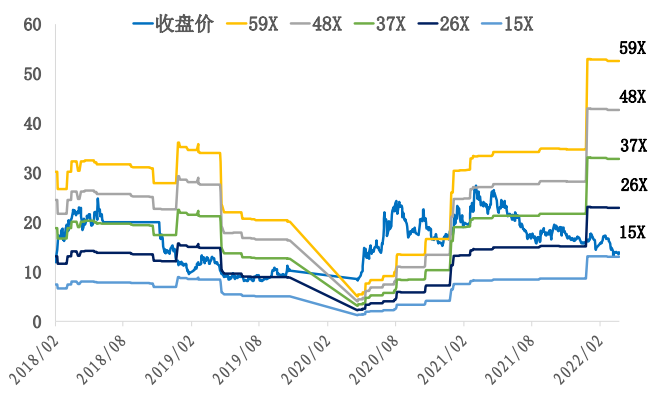


资料来源：Wind、财信证券

水羊股份定位偏大众市场，聚焦全品类，其主要看点在于：1) 贯彻大单品战略，SKU 精简、主品牌提效：主品牌御泥坊旗下的爆款氨基酸泥浆面膜在涂抹面品类上有差异化记忆点，全网销量高，且大单品战略之下，不断精简长尾产品以提升爆款占比，截至 2021 年 12 月，御泥坊旗下三大爆款系列占 SKU 总数比例合计达 30%，公司盈利能力优化；2) 线上运营经验丰富，品牌代理能力强：公司从自有品牌运营逐步拓展到国际大牌线上代运营，自有品牌运营的经验助力公司更好地从产品和品牌的本土化出发，帮助代理品牌推出适合本土市场的产品，2021 年代理业务收入占比略超 50%，其中强生集团代理业务已进入良性财务循环，其他代理品牌增长势头良好，有望持续贡献增量。



图 39：水羊股份股价变化与动态 PEBand



资料来源：Wind、财信证券

图 40：水羊股份动态 PE 变化



资料来源：Wind、财信证券

### 3.2 综合分析：当下珀莱雅最具集团力雏形，享最高估值溢价

依照化妆品企业“点-线-面-体”的集团化成长路径，我们定义出化妆品企业的“1+N”模型，用以判别国内本土化妆品企业中谁最具备化妆品集团雏形。化妆品企业“1+N”模型由两部分组成，分别是“1”个主力品牌（分析指标包括爆款销售情况、主品牌营收占比、主品牌定位），加上“N”个新品牌（分析指标包括各品牌利润率、品牌储备情况）。通过模型比较，我们量化评估出当下珀莱雅是所有化妆品本土玩家中最具备化妆品集团雏形的企业。

“1+N”模型评分标准如下：

- (1) **品牌定位 (1-5 星)**：基于公司整体的研发实力与品牌定位的匹配度进行评估，匹配度最高给予 5 星，最低给予 1 星；
- (2) **爆款销售表现 (1-5 星)**：基于爆款占品牌整体销售收入的比例进行评估，占比越高代表爆款成为大单品的潜力越大，潜力最大给予 5 星，最低给予 1 星；
- (3) **主品牌营收占比 (1-5 星)**：基于主品牌占公司整体营收的比例进行评估，主品牌占比过低代表该品牌成长动能不足，占比过高代表公司业务重点过于集中，需求多样化且快速变迁下公司经营风险较大。我们以 50%-60% 区间水平为最优比例给予 5 星，以 10% 为基础单位，区间水平往上/下每变动一个单位扣 1 星；
- (4) **子品牌利润率 (1-5 星)**：基于各子品牌盈利模型的质量，利润率最高给予 5 星，最低给予 1 星；
- (5) **品牌储备情况 (1-5 星)**：基于公司体内新品牌储备数量与各子品牌定位区隔度，储备数量越多、各品牌之间定位互补代表多品牌矩阵越完善给予 5 星，反之品牌矩阵布局尚待优化，评分逐级降低，最低给予 1 星。

**表 5：国内本土化妆品企业“1+N” Model 分析**

公司	主力品牌			新品牌						
	品牌及定位	爆款销售表现	营收占比	子品牌利润率	品牌储备情况					
珀莱雅	珀莱雅：科技护肤	★★★★	2021M1-M9红宝石、双抗精华合计占珀莱雅天猫旗舰店收入的50%	★★★★★	2021M1-M9约80%	★★★	参考国内外上市彩妆公司盈利水平，稳态经营下毛利率低于50%的公司盈利端压力较大，毛利率达到60%+后可以实现个位数的净利润率，毛利率达到80%+后可以实现20%+的净利润率。由此推算，在中性增长和经营稳定的假设前提下，毛利率超过60%的品牌大概率可以实现盈亏平衡，子品牌彩妆目前毛利率在70%左右，预计长期稳定经营下能够实现10%的净利润率	★★★★★	CORRECTORS科瑞肤：高端功效护肤 OFF&RELAX：高端洗护 悦芙媞：年轻肌肤护理 INSBAHA：朋克彩妆	★★★★★
贝泰妮	薇诺娜：敏感肌护肤	★★★★★	预计2021年舒敏特护霜、清透防晒霜、冻干面膜在薇诺娜淘系销售额中合计占比近30%	★★★★★	2021年约98%	★	预计子品牌薇诺娜baby整体接近盈亏平衡点	★★	Beauty Answers：医美术后修复 AOXMED：高端抗衰 痘痘康：痘痘肌肤护理 姿润：干燥性皮肤护理	★★★★★
华熙生物	润百颜：玻尿酸国民品牌 夸迪：冻龄抗老	★★★★	2021年次抛类产品占功能性护肤收入比重约41%	★★★★★	2021年为67% (此处为两大品牌销售额合计值占公司功能性护肤业务收入的比例)	★★★★★	预计2021年功能性护肤品整体利润率为高个位数，且预计核心品牌利润率高于整体，推算子品牌米蓓尔、肌活的合计利润率微正	★★★	润熙禾：母婴个护 佰奥本集：头发洗护	★★
上海家化	玉泽：屏障修护 佰草集：东方草本护肤	★★★	2021年玉泽皮肤屏障修护保湿霜销售额占天猫旗舰店比例多次超过10%；佰草集SKU集中度低	★★	2021H1玉泽占比约11%，佰草集的体量大于玉泽，推算玉泽+佰草集合计占比约为20%+	★★	子品牌六神（个护类产品）是公司利润贡献主力	★	双妹：中高端护肤 典萃：高科技、高价值植萃护肤 高夫：男士护肤 美加净：大众护肤 启初、汤美星：母婴个护	★★
水羊股份	御泥坊：古法工艺	★★	2020年氨基酸泥浆面膜月均销售额占御泥坊天猫旗舰店收入约30%	★★★	2020年自有品牌收入占比60%，自有品牌中预计主品牌御泥坊收入占比约为6-7成，推算御泥坊占比约为35%+	★★★★	子品牌强生（代理）的净利率为3-5%	★★★★★	小迷糊：年轻群体护肤 大水滴：定位熬夜人群 花瑶花：中青年女性护肤 御men：男士护肤 Kiko、Evidens、仙丽施等代理品牌	★★★

资料来源：公司公告、Wind、魔镜数据（转引自通联数据）、财信证券

在集团力判定的基础上，我们进一步对国内五家本土化妆品企业进行三维度拆解。我们将从企业估值切换的驱动力（主品牌增长、新品牌贡献）、估值溢价的来源（中高端品牌是否为核心、多品类布局是否逐步完善）及溢价程度归因（赛道空间、企业定位、营运能力）三个维度对上述五家本土化妆品企业进行分析，以期找寻企业的合理估值水平。综合比较分析后，我们推论出珀莱雅在国内本土化妆品上市企业中值得最高估值溢价。

### 估值基准的选取标准如下：

考虑到国内本土化妆品企业均处于成长期，我们选取欧莱雅、雅诗兰黛上市后业绩增速较快时期的估值水平做为参考基准。欧莱雅 1999-2005 年业绩 CAGR 为 17%，PE 估值中枢为 40x，PEG 为 2.3x，雅诗兰黛 1995-1999 年业绩 CAGR 为 23%，PE 估值中枢为 35x，PEG 为 1.56x。综合两者估值水平，我们取 38xPE、1.9xPEG 为本土化妆品企业的估值基准。

**表 6：本土化妆品企业估值分析**

公司	估值切换驱动力		估值溢价				合理估值 (基于未来一年业绩)	
	主品牌增长	新品牌贡献	溢价来源		溢价程度			
			核心品牌为中高端	多品类布局	赛道空间大	企业体量大	营运能力强	
珀莱雅	2018-2021年 CAGR为23%	✓ 预计彩妆2021年贡献收入近5%	✓	✓	✓	✓	✓	PE: 38倍+60%溢价= 60x PEG: 1.9倍+30%溢价= 2.5x
贝泰妮	2018-2021年 CAGR为47%	✓ 预计2021年薇诺娜baby贡献度在低个位数	✓	✓	✓	✓	✓	PE: 38倍+80%溢价= 70x PEG: 1.9x+5%溢价= 2x
华熙生物 (护肤品业务)	2019-2021年 CAGR为133%	✓ 2021年米蓓尔、肌活合计贡献度为26%	✓	✓	✓	✓	✓	PE: 38倍+60%溢价= 60x
上海家化	以护肤品业务增速代替，2018-2021年 CAGR为4.6%			✓		✓		PE: 38倍-20%折价= 30x
水羊股份	2017-2020年 CAGR为5%	✓ 预计2021年小迷糊贡献度在高个位数	✓				✓	PE: 38倍-50%折价= 25x

资料来源：公司公告、Wind、魔镜数据（转引自通联数据）、财信证券

## 4 投资建议

短线维度来看，去年下半年化妆品新规预热之下，产品备案周期拉长导致行业增速明显回落，我们预计今年化妆品行业增速将呈现前低后高趋势，下半年行业有望迎来β行情。2021年下半年以来，化妆品行业增速明显承压，其背后的原因除了经济下行导致需求较为疲软之外，更为核心的原因在于化妆品新规预热之下，部分代工厂及品牌商进行尝试性备案以适应新规导致行业整体产品备案周期被拉长、新品上新速度变慢，供给在一定程度上亦影响了需求释放。根据《化妆品监督管理条例》相关规定，化妆品产品在注册备案提交相关材料时设有一定缓冲期，按照时间线推论，我们认为今年5月将是短期内化妆品行业的关键时间窗口期，届时代工厂及品牌商为避免丢失市场份额，必将积极适应新规之下的备案流程和周期，因此去年下半年的备案产品需求或将于今年5月前后释放，且今年5月至明年5月之间将承接去年5月之前的备案需求，我们预计化妆品行业β逻辑将在今年下半年得以强化。

中长线维度来看，新规实施、超头直播降温等因素分别造成化妆品行业结构发生变化，叠加现阶段边际流量逐渐递减，我们认为化妆品企业集团力的兑现是盘活存量市场以换取增量的最核心竞争力。对标海外国家来看，根据欧睿咨询数据显示（转引自智研咨询），2019年我国人均化妆品消费额仅为49.6美元，美国、日本、韩国当年的人均化妆品消费额分别是我国的5.7、6.2和5.2倍，存量市场需求尚未完全释放。我们认为盘活存量市场的核心在于品牌商通过优质产品塑造品牌形象，驱动复购率、连带率提升，进而获取已触达客群的高转化率+已有客户的高客单价，从而换取新增量且逐渐积累品牌力。伴随着单品牌势能的提升，国内化妆品企业注定走向大型化妆品集团化发展之路，最终降低对营销和渠道的依赖，实现企业自身和整体化妆品行业生命周期的提升，重点推荐珀莱雅（603605.SH），其次推荐贝泰妮（300957.SH）、华熙生物（688363.SH）。

表 7：可比公司估值水平一览（截至 2022 年 3 月 31 日）

公司	总市值（亿元）	当前PE	2022		2023	
			PE	PEG	PE	PEG
珀莱雅	379	62	50	2.1	41	1.8
贝泰妮	792	92	68	1.9	51	1.5
华熙生物	582	74	60	2.4	45	1.6
上海家化	234	42	28	1.0	22	0.8
水羊股份	56	23	15	0.3	10	0.2

资料来源：Wind、财信证券

注：上海家化、水羊股份盈利预测值采用 Wind 一致预期

## 5 风险提示

疫情反复导致终端需求疲软；行业竞争加剧；新品推出速度或效果低于预期；新品牌孵化不及预期；国内外公司不具备完全可比性。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

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惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438