

行业深度

美容护理 | 化妆品

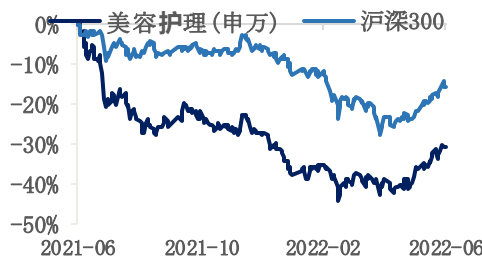
龙头企业短期确定性、长期成长性持续兑现

2022年06月29日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
沪深300	9.74	3.93	-15.37
美容护理	12.09	10.79	-30.67

邹建军 分析师
执业证书编号: S0530521080001
zoujianjun@hncasing.com 0731-84403452
陈诗璐 研究助理
chenshilu@hncasing.com 0731-89955711

相关报告

- 《美容护理、社服零售行业 2022 年 4 月月度报告: 美妆消费需求韧性较强, 把握龙头企业配置时机》 2022-04-22
- 《化妆品行业系列深度 (一): 集团化趋势下, 如何精准破译化妆品企业的估值密码?》 2022-04-06
- 《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

重点股票	2022E		2023E		2024E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
珀莱雅	2.65	61.73	3.39	48.21	4.16	39.31	买入
贝泰妮	2.75	77.49	3.69	57.66	4.89	43.52	买入
华熙生物	2.03	67.35	2.67	51.29	3.37	40.62	买入

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

- **行情&估值回顾:** 年初至今化妆品板块先跌后涨, 估值总体分化, 核心头部公司估值坚挺。化妆品板块自年初至 2022 年 6 月 29 日累计下跌 1.17%, 跑赢沪深 300 指数 8.93pcts, 其中珀莱雅、贝泰妮等核心头部公司领先板块整体, 股价累计上涨。年初至今化妆品板块估值持续下行, 主要受子板块及个股表现分化拖累。而后, 受“618 大促”催化影响, 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等个股估值提升, 核心头部化妆品公司业绩继续快速增长, 估值表现稳健。
- **业绩表现:** 化妆品板块整体业绩增长稳健, 品牌端表现亮眼, 内部分化加剧。现阶段, 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, 我国化妆品行业发展的底层逻辑从最开始的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。核心头部公司前瞻性的战略布局逐渐在业绩端得以兑现, 2022Q1 头部公司营收、归母净利润增速均超过 30%, 表现显著优于板块整体。
- **盈利能力表现:** 化妆品板块整体盈利能力受代工端拖累, 核心头部公司毛利率水平居前, ROE 水平稳定增长。一方面, 头部公司产品结构优化, 大单品收入贡献增加, 毛利率提升, 如 2021 年珀莱雅毛利率同比提升 2.93pcts、2022Q1 毛利率同比提升 3.16pcts; 另一方面, 头部公司品牌力提升带动用户复购, 部分公司费用率稳定在一定水平区间内, 在当前流量成本的背景下, 费用率有望持续降低。此外, 品牌力的提升意味着产业话语权的增加, 核心头部公司营运能力提升, 应收账款周转率、存货周转率均有所提升。其中, 珀莱雅、贝泰妮等核心头部公司 ROE 水平近年来稳定在较高水平。
- **投资思路:** 1) β 逻辑: 短期增速有望见底回升, 长期竞争格局优化。短线维度来看, 备案数量有望于 Q3 恢复至正常水平, 边际改善供给端, 叠加化妆品必选消费属性凸显, 下半年“双 11 大促”加持需求端承压较小, 预计下半年行业增速呈前低后高趋势。中长线维度来看, 化妆品新规之下缺乏资金、研发、平台优势的企业正在被逐步淘汰, 同时在新的变革型渠道出现之前, 新品牌依靠营销抢占新流量阵地实现突围的难度较大, 存量流量的盘活及深度运营更为重要, 成熟头部企业的发展更良性, 整个竞争格局正在优化以平滑风险, 赛道长期业绩、现金流确定性较高; 2) α 逻辑: 大单品+强品牌+集团化能力之下, 国货龙头 ROE 有望稳步提升。首先, 竞争着力点回归至产品, 拥有大单品的企业的毛利率更高。其次, 具备相对成熟品牌力的企业对现有渠道消费者深度运营, 复购率较高, 在边际流量成本提升背景下费用率稳定, 净利率水平向好。最后, 集团化能力强的企业通常拥有较高的品牌效应, 无需牺牲净利润换取高周转。
- **投资建议:** 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, 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

1 行情&估值	4
1.1 行情回顾：年初至今化妆品板块估值下行	4
1.2 估值回顾：总体分化，核心头部公司估值坚挺	5
2 化妆品行业 2021 年报&2022 一季报回顾	5
2.1 业绩：板块整体增长稳健，品牌端表现亮眼，内部分化加剧	5
2.2 盈利能力：板块整体受代工厂端拖累，核心头部公司毛利率水平居前	7
3 化妆品行业投资思路	10
3.1 β 逻辑：短期增速有望见底回升，长期竞争格局优化	10
3.1.1 增速：疫情拖累 3-4 月行业表现，预计下半年行业增速见底回升	10
3.1.2 格局：头部集中度提升，竞争格局优化	11
3.2 α 逻辑：大单品+强品牌+集团化能力之下，国货龙头 ROE 有望稳步提升	12
4 重点公司投资要点	14
4.1 珀莱雅	14
4.2 贝泰妮	15
4.3 华熙生物	15
5 投资建议	16
6 风险提示	17

图表目录

图 1：化妆品板块和上证指数累计涨跌幅走势（2022.1.4-2022.6.29）	4
图 2：化妆品行业代表上市公司累计涨跌幅（2022.1.4-2022.6.29）	4
图 3：化妆品板块及子板块估值情况（PE_TTM）	5
图 4：板块整体年度营收增长情况	5
图 5：板块整体年度归母净利润增长情况	5
图 6：板块整体分季度营收增长情况	6
图 7：板块整体分季度归母净利润增长情况	6
图 8：品牌端年度营收增长情况	6
图 9：品牌端年度归母净利润增长情况	6
图 10：品牌端分季度营收增长情况	6
图 11：品牌端分季度归母净利润增长情况	6
图 12：头部品牌商年度营收增长情况	7
图 13：头部品牌商年度归母净利润增长情况	7
图 14：头部品牌商分季度营收增长情况	7
图 15：头部品牌商分季度归母净利润增长情况	7
图 16：板块整体年度毛利率、净利率情况	8
图 17：板块整体年度费用率情况	8
图 18：板块整体分季度毛利率、净利率情况	8
图 19：板块整体分季度费用率情况	8
图 20：核心头部品牌公司毛利率水平提升	9
图 21：核心头部品牌公司费用率稳定在一定水平内	9
图 22：核心头部品牌公司应收账款周转率提升	9
图 23：核心头部品牌公司存货周转率提升	9

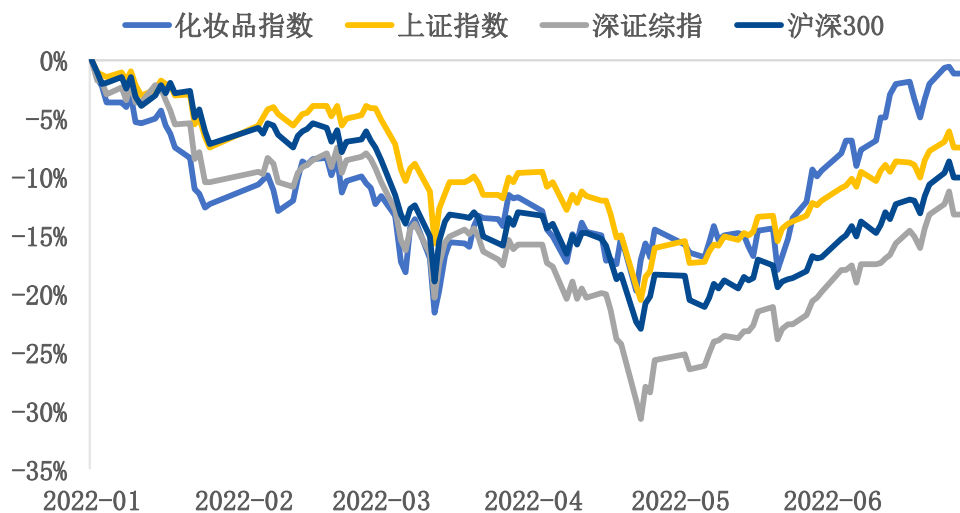
图 24: 核心头部公司 ROE 水平稳定在较高水平.....	9
图 25: 化妆品社零当月同比增速情况	10
图 26: 剔除疫情基期因素, 化妆品行业仍有双位数增长	11
图 27: 疫情之下大促月份化妆品零售额占全年比重较高	11
图 28: 核心上市公司市占率变化	11
图 29: 核心上市公司旗下品牌市占率变化	11
图 30: 雅诗兰黛、欧莱雅 ROE 水平变化	12
图 31: 核心上市公司旗下品牌淘系销售均价变化.....	13
图 32: 核心上市公司 2021 年毛利率情况	13
图 33: 珀莱雅市占率与总资产周转率情况	14
图 34: 贝泰妮市占率与总资产周转率情况	14
图 35: 可比公司估值水平一览 (截至 2022 年 6 月 29 日)	16

1 行情&估值

1.1 行情回顾：年初至今化妆品板块估值下行

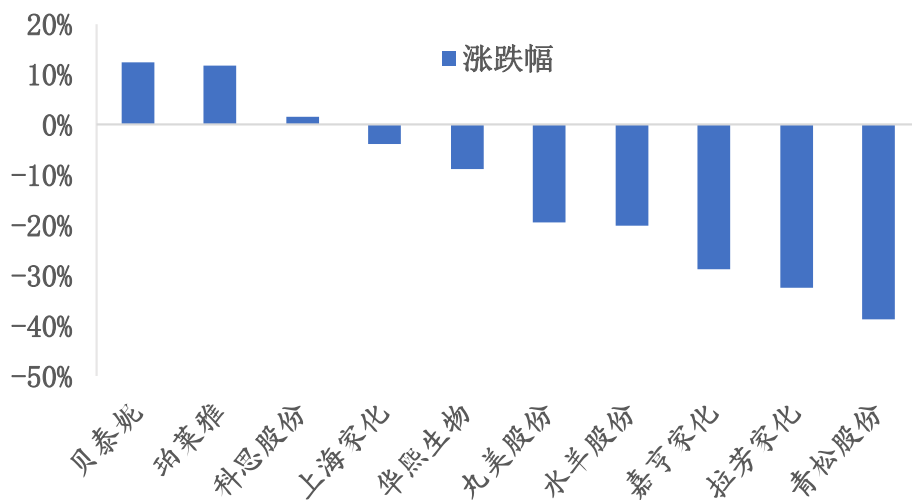
化妆品板块自年初至今总体下跌，其中珀莱雅、贝泰妮等核心头部公司领先板块整体，股价累计上涨。2022年1月1日至2022年6月29日，化妆品板块累计下跌1.17%，跑赢沪深300指数8.93pcts。从行业代表公司来看，10家代表公司中珀莱雅、贝泰妮股价表现较好，其中涨跌幅位居前三位的分别为贝泰妮、珀莱雅、科思股份，分别上涨12.48%、11.69%、1.67%；涨跌幅位居后三位的分别为嘉亨家化、拉芳家化、青松股份，分别下跌28.77%、32.40%、38.68%。

图 1：化妆品板块和上证指数累计涨跌幅走势（2022.1.4-2022.6.29）



资料来源：Wind、财信证券

图 2：化妆品行业代表上市公司累计涨跌幅（2022.1.4-2022.6.29）

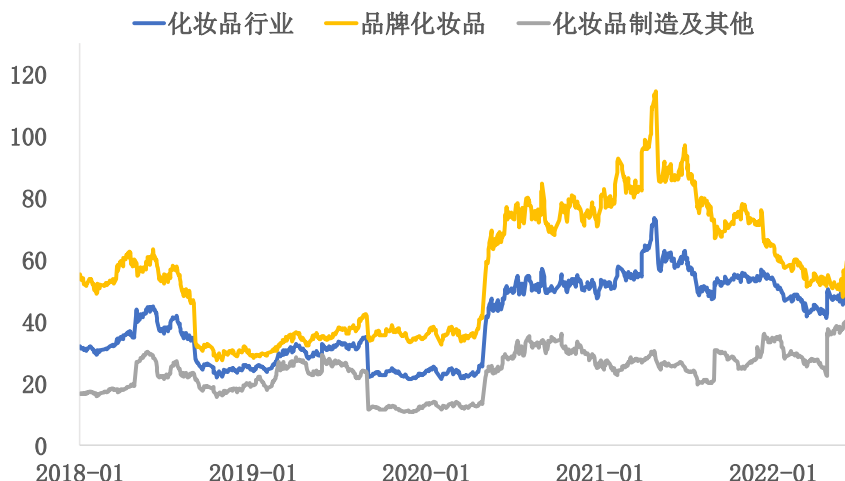


资料来源：Wind、财信证券

1.2 估值回顾：总体分化，核心头部公司估值坚挺

年初至今化妆品板块估值持续下行，主要受子板块及个股表现分化拖累。受“618 大促”催化影响，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物等个股估值提升，核心头部化妆品公司业绩继续快速增长，估值表现稳健。

图 3：化妆品板块及子板块估值情况 (PE_TTM)



资料来源：Wind、财信证券

2 化妆品行业 2021 年报&2022 一季报回顾

2.1 业绩：板块整体增长稳健，品牌端表现亮眼，内部分化加剧

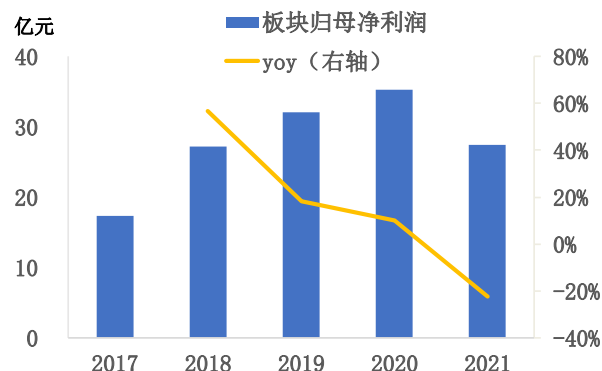
板块整体经营韧性强，营收加速恢复。我们统计了化妆品板块分属于 2 个子行业的 10 家上市公司，2021 年板块整体实现营收 350.93 亿元，同比增长 23.83%，增速同比 2020 年提升 8.26pcts，归母净利润为 27.42 亿元，同比下滑 22.42%，归母净利润失速主要受到代工厂商青松股份亏损影响。2022Q1 板块整体实现营收 84.16 亿元，同比增长 17.95%，归母净利润 8.22 亿元，同比增长 0.51%。

图 4：板块整体年度营收增长情况



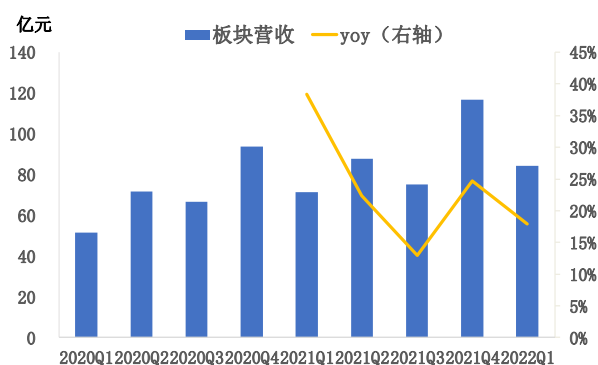
资料来源：Wind、财信证券

图 5：板块整体年度归母净利润增长情况



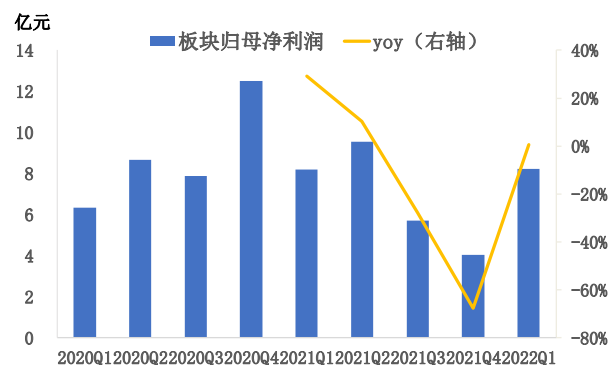
资料来源：Wind、财信证券

图 6：板块整体分季度营收增长情况



资料来源：Wind、财信证券

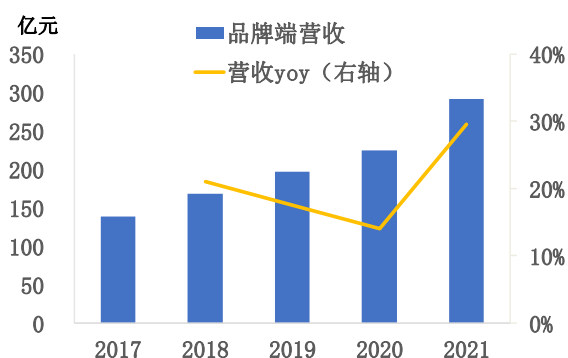
图 7：板块整体分季度归母净利润增长情况



资料来源：Wind、财信证券

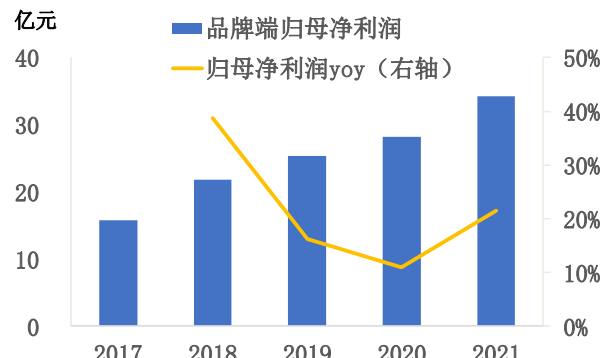
品牌端业绩持续高增。化妆品板块品牌端 2021 年实现营收 291.48 亿元，同比+29.56%，实现归母净利润 34.24 亿元，同比+21.54%；2022Q1 华东疫情影响严重线下生产、物流等场景，化妆品社零累计增速同比下滑至 1.81%，但化妆品核心品牌上市公司经营韧性强，带动品牌端 2022Q1 实现营收 70.64 亿元，同比+22.41%，实现归母净利润 8.08 亿元，同比+22.88%，品牌端业绩增速远高于社零整体增速。

图 8：品牌端年度营收增长情况



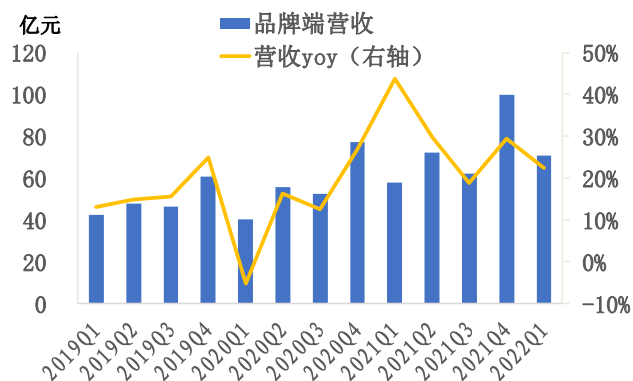
资料来源：Wind、财信证券

图 9：品牌端年度归母净利润增长情况



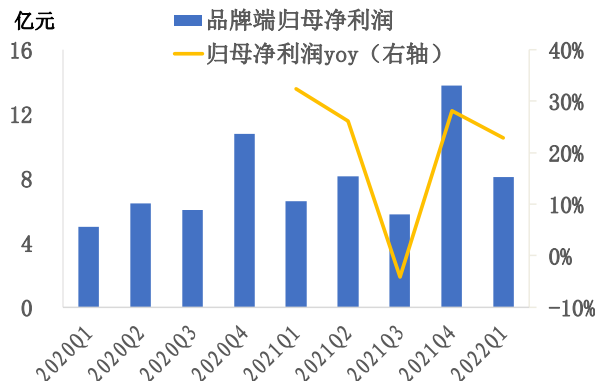
资料来源：Wind、财信证券

图 10：品牌端分季度营收增长情况



资料来源：Wind、财信证券

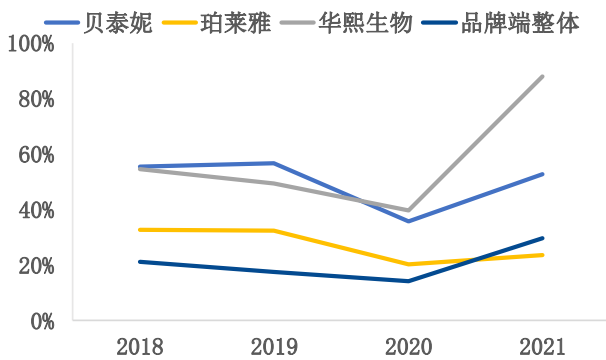
图 11：品牌端分季度归母净利润增长情况



资料来源：Wind、财信证券

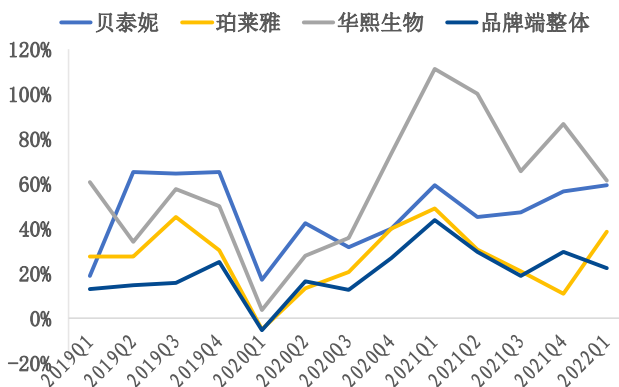
内部进一步分化，核心头部公司表现显著优于板块整体。现阶段，化妆品新规出台+渠道内卷，化妆品行业竞争格局中短期内无法达到稳态，具有集团力的企业有望在长期竞争中脱颖而出。化妆品新规之下，功效性检测对化妆品企业的研发、产品、资金等综合实力都提出了更高要求，行业马太效应进一步显现。此外，后流量时代全渠道进入存量平衡阶段，较大程度冲击此前品牌单依靠流量的线性增长模型，我国化妆品行业发展的底层逻辑从最开始的渠道驱动转变至流量驱动，现已演变至产品驱动，进入品牌沉淀期。具体来看，核心头部公司贝泰妮、珀莱雅、华熙生物 2021 年营收增速分别为+52.57%、+23.47%、+87.93%，归母净利润增速分别为+58.77%、+21.03%、+21.13%，2022Q1 营收增速分别为+59.32%、+38.53%、+61.57%，归母净利润增速分别为+85.74%、+44.16%、+31.07%，核心头部公司前瞻性的战略布局逐渐在业绩端得以兑现。

图 12：头部品牌商年度营收增长情况



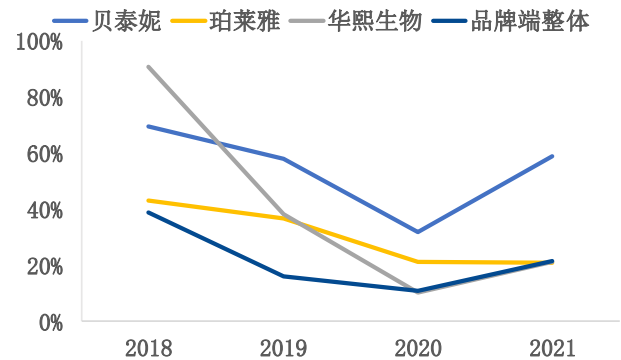
资料来源：Wind、财信证券

图 14：头部品牌商分季度营收增长情况



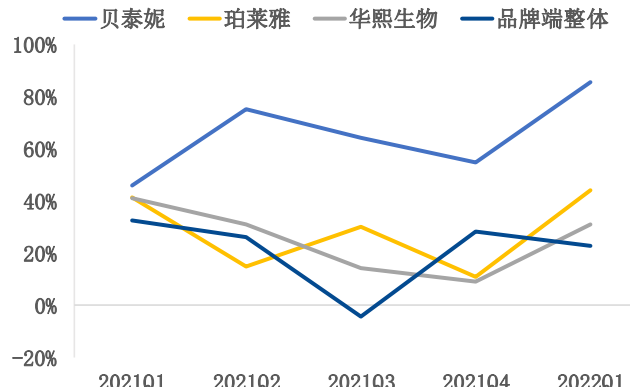
资料来源：Wind、财信证券

图 13：头部品牌商年度归母净利润增长情况



资料来源：Wind、财信证券

图 15：头部品牌商分季度归母净利润增长情况



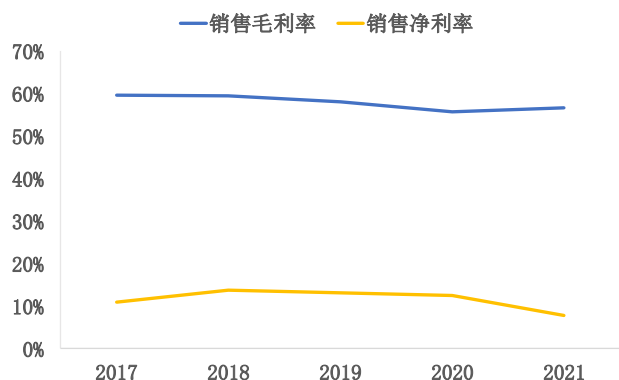
资料来源：Wind、财信证券

2.2 盈利能力：板块整体受代工厂端拖累，核心头部公司毛利率水平居前

板块整体毛利率提升，净利率有所下降。受代工厂端经营拖累，2021 年板块整体毛利率、净利率分别为 56.67%、7.68%，分别同比+0.97pcts、-4.70pcts，其中品牌端企业产品结构升级，带动品牌端毛利率水平同比回升 1.45pcts 至 64.63%；2022Q1 板块整体毛利率、净利率分别为 58.15%、9.82%，分别同比+0.22pcts、-1.57pcts。费

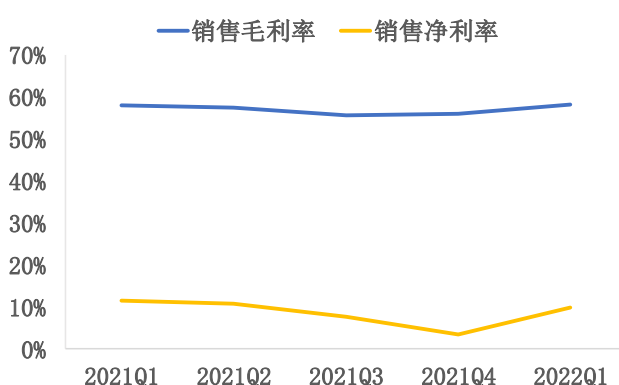
用率方面，2021 年板块整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.30%、6.61%、2.79%，分别同比变化+3.50pcts、+0.04pcts、+0.19pcts，流量成本高企、各品牌企业加大新电商布局的背景下，销售费用率提升明显；2022Q1 板块整体销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 35.94%、7.11%、3.10%，分别同比变化+1.88pcts、-0.50pcts、+0.35pcts，各项费用率同比表现较为稳定。

图 16：板块整体年度毛利率、净利率情况



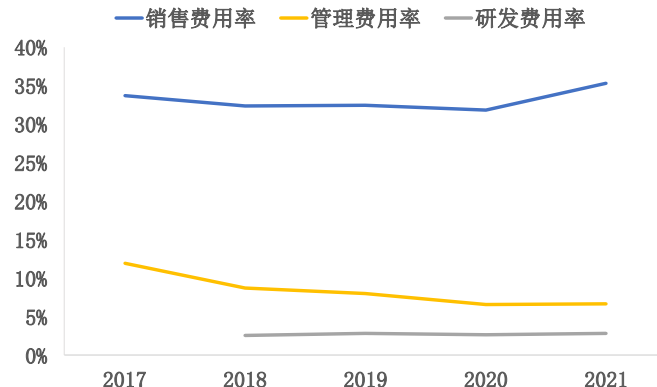
资料来源：Wind、财信证券

图 18：板块整体分季度毛利率、净利率情况



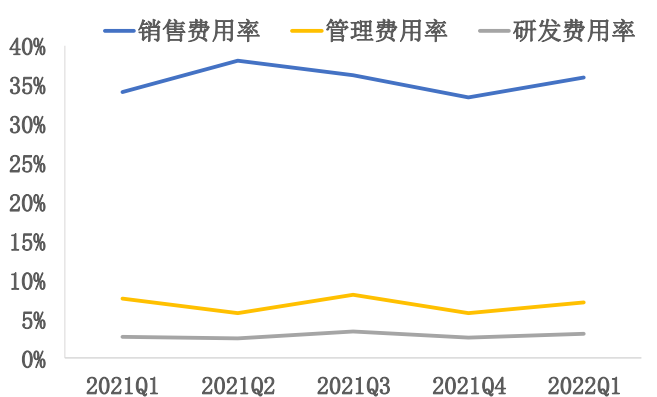
资料来源：Wind、财信证券

图 17：板块整体年度费用率情况



资料来源：Wind、财信证券

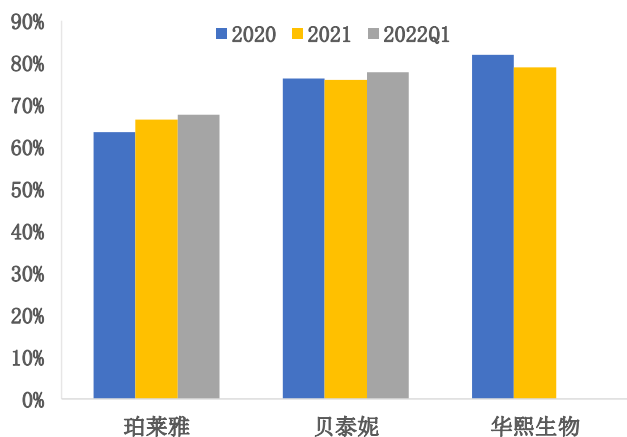
图 19：板块整体分季度费用率情况



资料来源：Wind、财信证券

核心头部公司盈利能力较强，ROE 水平稳定增长。一方面，头部公司产品结构优化，大单品收入贡献增加，毛利率提升，如 2021 年珀莱雅毛利率同比提升 2.93pcts、2022Q1 毛利率同比提升 3.16pcts；另一方面，头部公司品牌力提升带动用户复购，部分公司费用率稳定在一定水平区间内，在当前流量成本的背景下，费用率有望持续降低。此外，品牌力的提升意味着产业话语权的增加，核心头部公司营运能力提升，应收账款周转率、存货周转率均有所提升。其中，珀莱雅、贝泰妮等核心头部公司 ROE 水平近年来稳定在较高水平。

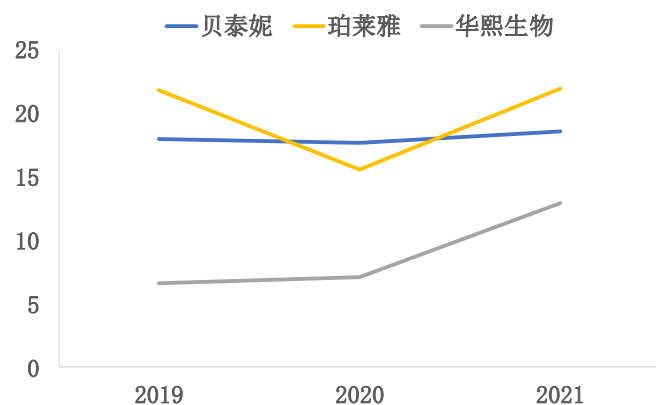
图 20：核心头部品牌公司毛利率水平提升



资料来源：Wind、财信证券

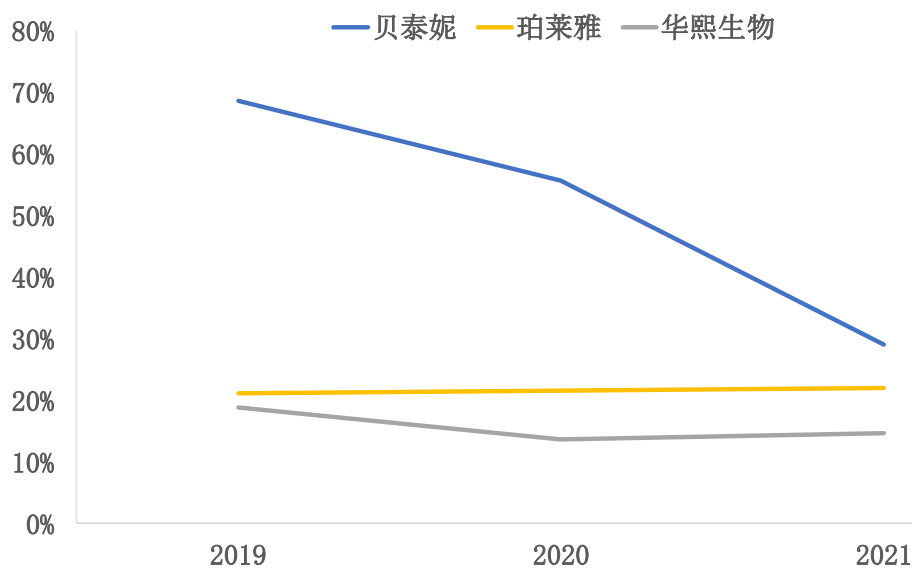
注：华熙生物毛利率为护肤品业务毛利率

图 22：核心头部品牌公司应收账款周转率提升



资料来源：Wind、财信证券

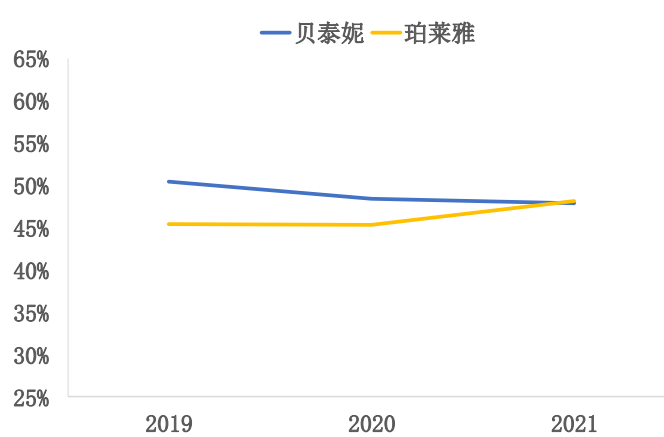
图 24：核心头部公司 ROE 水平稳定在较高水平



资料来源：Wind、财信证券

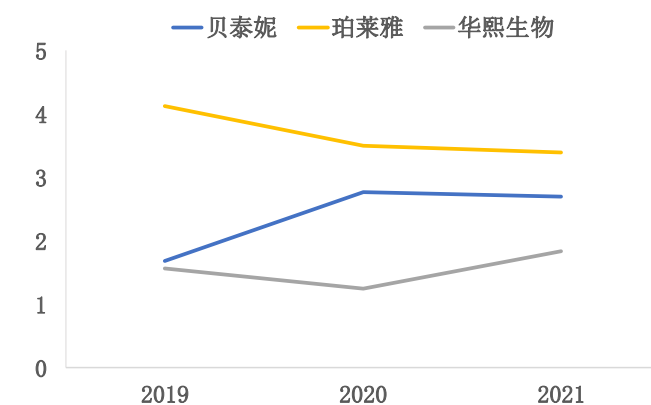
注：贝泰妮因 2021 年上市导致当期 ROE 水平变化较大

图 21：核心头部品牌公司费用率稳定在一定水平内



资料来源：Wind、财信证券

图 23：核心头部品牌公司存货周转率提升



资料来源：Wind、财信证券

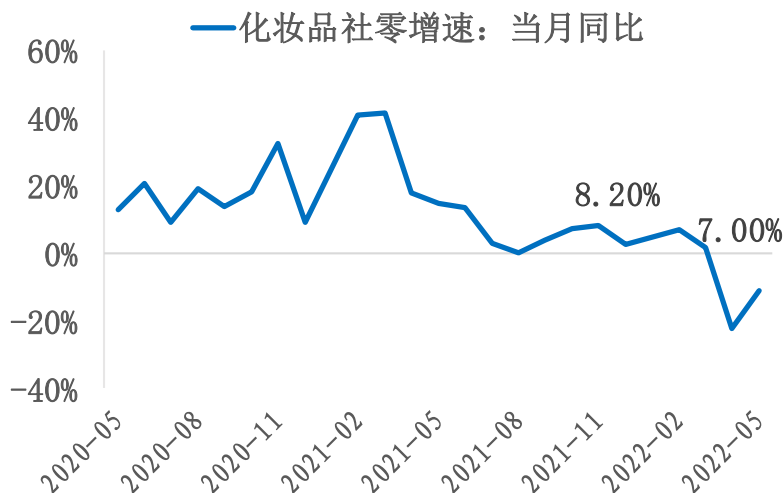
3 化妆品行业投资思路

3.1 β 逻辑：短期增速有望见底回升，长期竞争格局优化

3.1.1 增速：疫情拖累 3-4 月行业表现，预计下半年行业增速见底回升

疫情导致供应链紧张，叠加新规出台加速小品牌淘汰，3、4 月化妆品行业整体短期承压，5 月“618 大促”预售助力行业增速环比恢复。化妆品线上占比高+消费旺季集中（Q2 的 618、Q4 的双十一）+“38 大促”GMV 通常占 Q1 的 40%-50%，此轮华东疫情管控前“38 大促”已结束，疫情对 Q1 整体冲击不大，但疫情导致 3 月后两周供应链紧张+新规出台加速小品牌淘汰，3、4 月行业整体短期承压，化妆品社零当月增速分别同比下滑 6.30%、22.30%。5 月疫情影响逐步缓解，物流恢复之下“618 大促”预售火热，行业景气度回升，化妆品社零当月同比增速降幅收窄至-11.00%

图 25：化妆品社零当月同比增速情况

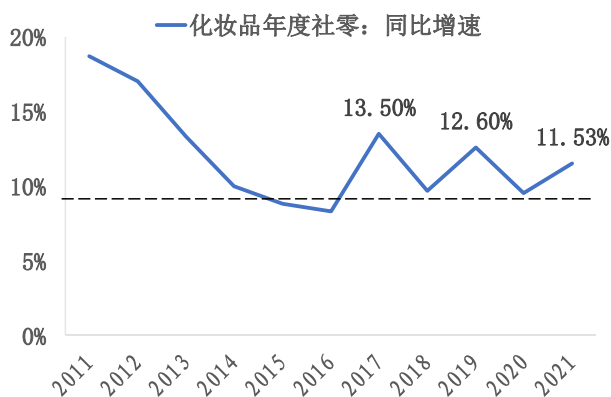


资料来源：Wind、财信证券

备案数量有望于 Q3 恢复至正常水平，边际改善供给端，叠加化妆品必选消费属性凸显，下半年“双 11 大促”加持需求端承压较小，预计下半年行业增速呈前低后高趋势。从表观数据来看，居民收入增速预期降低+大促囤货，7 月行业增速大概率环比降低，但在去年低基数效应下，8-10 月增速有望逐步回暖，11 月有望回归至双位数水平区间。从供需角度来看，1) 供给端层面：化妆品新规条例配套方法《化妆品注册备案管理办法》或致 2022H1 备案数同比减少，预计 Q3 备案数有所增加。今年 1 月开始化妆品备案趋严，同时新产品需要根据要求提供功效宣称评价以通过申报，一方面长尾产品难以成功备案，行业整体备案数 2022H1 同比有所下滑，另一方面拉长了行业整体备案周期从 1-3 个月至 3-6 个月，按此周期推导，谨慎假设 2022H1 的备案产品均需经历 6 个月的备案周期，预计 2022Q3 后备案数将有明显增加，或从供给端边际改善 2022H2 行业增速；2) 需求层面，化妆品行业的必选消费属性逐步凸显，且经济下行期间大促虹吸效应显著，预计 Q4 行业再次迎来高景气：2021 年化妆

品年度社零增速为 14.0%，剔除 2020 年疫情之下低基数影响，2019-2021 年化妆品年度社零复合增速为 11.53%，增速仍保持在双位数水平区间，反映出化妆品需求的相对必选消费属性，此逻辑在 2022 年 1-2 月非大促期间行业的高个位数增长上得到验证。此外，从化妆品零售额数据可以看出，相较于 2018、2019 年，疫情之后的大促明显具备虹吸效应，收入增速降低以及平台和品牌商的折扣力度加大均使得化妆品消费集中于 6、11 月，2022H2 需求端承压较小，预计 Q4 行业再次迎来高景气。

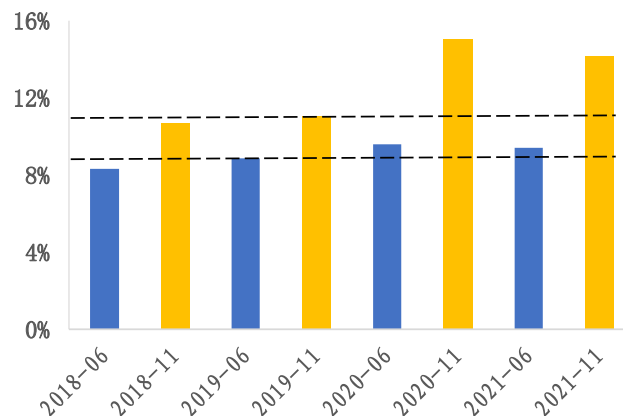
图 26：剔除疫情基期因素，化妆品行业仍有双位数增长



资料来源：Wind、财信证券

注：2021 年增速为 2019-2021 年两年复合增速

图 27：疫情之下大促月份化妆品零售额占全年比重较高

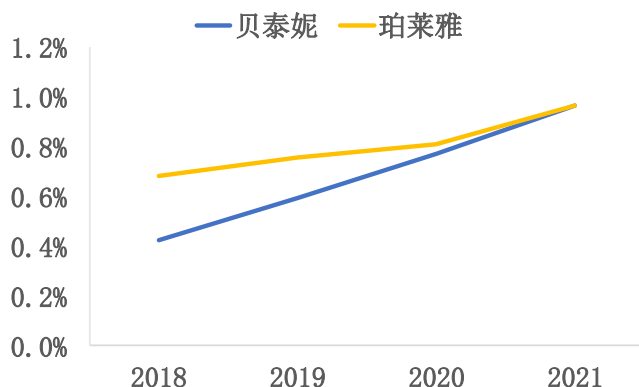


资料来源：Wind、财信证券

3.1.2 格局：头部集中度提升，竞争格局优化

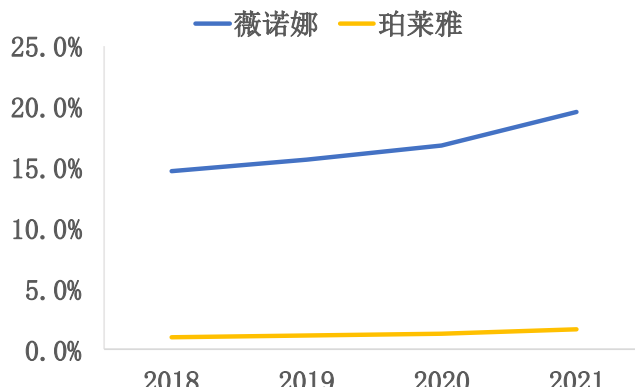
根据欧睿数据显示，2018-2021 年核心上市化妆品公司市占率提升。如贝泰妮市占率过去 3 年从 0.4% 提升至 1.0%，珀莱雅市占率从 0.7% 提升至 1.0%。同时，与之相对应的品牌市占率亦在提升，如薇诺娜在功能性护肤品赛道市占率过去 3 年从 15% 提升至 20%，珀莱雅在大众护肤品赛道市占率从 1.0% 提升至 1.6%。

图 28：核心上市公司市占率变化



资料来源：欧睿（转引自通联数据）、财信证券

图 29：核心上市公司旗下品牌市占率变化



资料来源：欧睿（转引自通联数据）、财信证券

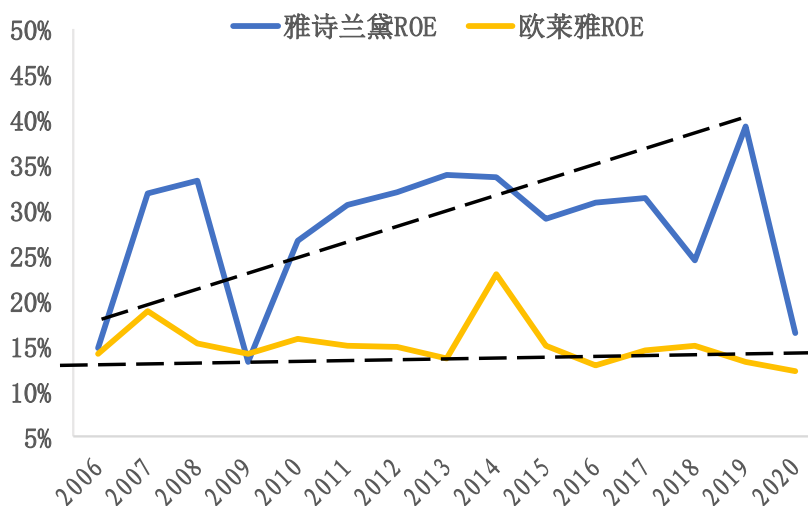
欧睿数据反映出化妆品市场头部化趋势明显。一方面，化妆品新规导致生产端的资金成本、时间成本变多，缺乏资金、研发、平台优势的企业正在被逐步淘汰。另一方面，现阶段化妆品线上各渠道均在加速发展，线上渠道相对分散，品牌话语权有

所提升，但与此同时渠道趋于固化，在新的变革型渠道出现之前，新品牌依靠营销抢占新流量阵地实现突围的难度较大，存量流量的盘活及深度运营更为重要，成熟头部企业的发展更良性。我们认为，即便化妆品行业短期在政策、疫情影响之下供给受阻，整个竞争格局正在优化以平滑风险，长期来看赛道的业绩、现金流确定性较高。

3.2 α 逻辑：大单品+强品牌+集团化能力之下，国货龙头 ROE 有望稳步提升

从长周期看，海外化妆品巨头公司具有很强的穿越周期能力，ROE 在保持较高水平的同时，仍能呈现稳步提升的趋势，支撑企业高 PEG。雅诗兰黛 ROE 在保持高位的基础上，中枢仍持续提升，2006-2020 年雅诗兰黛平均 ROE 水平高达 29.9%，其中 2008 年、2013 年、2019 年分别达到 33.2%、33.9%和 39.3%的阶段高点；欧莱雅 ROE 则持续维持在较高水平，2006-2020 年平均 ROE 稳定在 15.17%的较高水平。

图 30：雅诗兰黛、欧莱雅 ROE 水平变化



资料来源：Wind、财信证券

参考雅诗兰黛、欧莱雅，ROE 水平持续稳定提升能支撑企业高 PEG，可沿着内资企业 ROE 提升的逻辑去寻找超额收益：

1) 盈利能力提升之大单品路径：竞争着力点回归至产品，拥有大单品的企业的毛利率更高。在流量争夺时期，较多品牌通过高频推新，以打造具社交属性的爆品吸引消费者为目标，在企业过于追求具备话题度的产品时，往往较易忽视研发重要性，短期或可迅速吸引增量，但通常难以实现复购，收入确定性难以保障。在新规之下依靠爆品、新品逻辑难以维系，监管推动爆品逻辑逐步转向大单品逻辑，大单品重视产品研发，以独特原料+比例配方搭配充分的临床结论形成功效，并通过市场教育获得消费者认可，从而具有相对更高的毛利率，如 2021 年珀莱雅成功实行大单品战略以来，产品均价提升带动毛利率同比提升 2.91pcts 至 66.46%，公司盈利能力得到较大改善。

图 31：核心上市公司旗下品牌淘系销售均价变化

公司	品牌	2021年4月均价	2022年4月均价	yoy
珀莱雅	珀莱雅	123.94	170.92	38%
贝泰妮	薇诺娜	129.63	145.15	12%
华熙生物	夸迪	257.60	306.38	19%
	润百颜	151.42	150.56	-1%
上海家化	佰草集	177.59	123.08	-31%
	玉泽	144.07	171.16	19%
丸美股份	丸美股份	195.74	210.53	8%

资料来源：魔镜数据（转引自通联数据）、财信证券

图 32：核心上市公司 2021 年毛利率情况

公司	2021年毛利率	同比变化
珀莱雅	66.46%	2.91
贝泰妮	76.01%	-0.24
华熙生物	78.07%	-3.34
上海家化	58.73%	-1.22
丸美股份	64.02%	-2.18

资料来源：Wind、财信证券

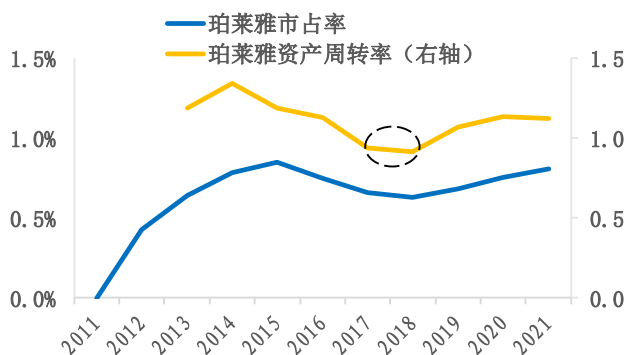
2) 盈利能力提升之强品牌力：具备相对成熟品牌力的企业对现有渠道消费者深度运营，复购率较高，ROI 不会太低，在边际流量成本提升背景下，优质公司的费用率稳定，净利率水平向好。成熟品牌在平台电商、兴趣电商等不同类型的电商平台中均享有优势。

平台电商方面，现阶段多渠道分流，传统平台电商出于自救目的有将资源倾向于成熟品牌的趋势，以天猫、京东等平台为基本盘的成熟品牌 ROI 提升，远期销售费用率有望边际下降。平台电商将资源向成熟品牌倾向的原因一方面在于，一级投资人对于新锐品牌投资更为理性，新锐品牌融资困难，搭配政策收紧，新锐品牌在供应链、研发、制度不健全情况下，优先将有限资源放于基础建设端，而非盲目进行营销投放，现阶段新锐品牌可投放的营销费用有所减少，品牌端可投放费用总量或在边际减少；另一方面在于，传统平台电商面临兴趣电商竞争，以内容营销为主的新锐品牌，更适合在兴趣电商做用户裂变，新锐品牌多外逃至兴趣电商，反观平台电商的客户画像偏中高端，其时间有限无法做兴趣发散，叠加平台电商的店铺信任机制，决定了平台电商承接的是搜索式目的型消费，具备品牌效应、产品力的成熟品牌不会放弃在平台电商的投放和运营。

兴趣电商方面，成熟品牌费用较足，可最大程度地充分享受兴趣电商发展的红利。新锐品牌与成熟品牌的差异在于资金实力，在双方均有优质内容的前提下，新锐品牌缺乏充沛的现金流，无法换取更大流量，仅能维持小而美的状态，相较而言成熟品牌能触达更多流量，充分享受兴趣电商发展的红利。

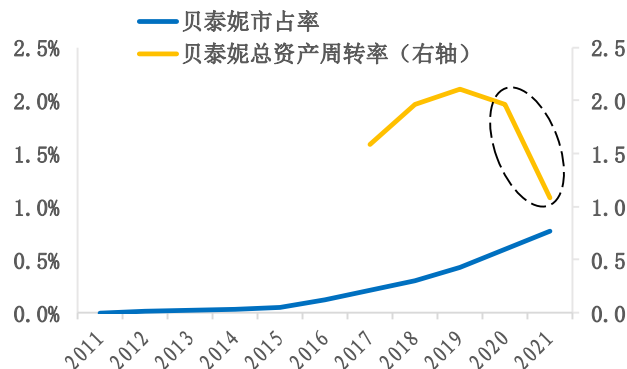
3) 总资产周转率提升之集团化能力：集团化能力强的企业通常拥有较高的品牌效应，无需牺牲净利润换取高周转。集团化能力体现在企业通过内生驱动（主力品牌增长+新品牌孵化）或外延并购，做大规模以提升市占率，市占率的提升意味着企业品牌效应增加，从而企业营运能力提升，如珀莱雅、贝泰妮剔除上市影响后的数据验证了其总资产周转率和市占率具备较强相关性。

图 33：珀莱雅市占率与总资产周转率情况



资料来源：Wind、财信证券

图 34：贝泰妮市占率与总资产周转率情况



资料来源：Wind、财信证券

4 重点公司投资要点

4.1 珀莱雅

公司短期看点：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。2021 年以来，大单品在公司各大主力渠道上占比显著提升，天猫渠道大单品占比现已接近 60%，京东渠道大单品占比超过 20%，此外今年 2 月抖音渠道开设专卖大单品的新账号，目前日销区间在 50-60 万元，今年抖音渠道大单品占比提升预期强，我们预计公司今年整体毛利率或将有一定上升空间；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。

公司中长期看点：1) **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，高效洞察终端市场，逐渐顺利地挖掘消费者痛点并结合公司研发优势，确定产品的核心功效与“卖点”，在研发过程中同步考虑销售推广方式，并将产品功效测试、安全性及满意度测试等过程向下游销售团队输出，产品开发过程中的商业化能力强，有望长期顺利推进大单品战略；2) **中台进行统一赋能，多品牌运营管理能力提升。**此前公司各品牌事业部之间独立分散，存在内部资源倾斜问题，近年来公司注重中台部门的集约化管理，以统一赋能公司多品牌矩阵搭建，例如产品开发中台部门之下能力较强的员工可在各品牌组之间灵活调配，内容开发中台部门在对外投放上以公司为主体，加强 KOL 与公司层面合作而非与公司体内单个品牌合作，为大流量与小品牌合作创造潜在机会。2021 年以来，公司旗下新锐品牌及其他小品牌亏损逐步收窄，并于 2022Q1 全部扭亏为盈，公司当下的 ROI 维持在 1: 3 的较高水平，我们认为公司的品牌运营管理能力日渐提升，有望优化其远期盈利能力。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 59.10/74.94/92.24 亿元（同比增速分别为 28%/27%/23%），归母净利润分别为 7.45/9.54/11.70 亿元（同比增速分别为 30%/28%/22%），EPS 分别为 2.65/3.39/4.15 元，当前市值对应 PE 分别为 62x/48x/39x，维持公司“买入”评级。

4.2 贝泰妮

公司短期看点：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

公司中长期看点：1) **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；2) **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。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营业总收入预测分别为 56.15/75.12/97.31 亿元（增速分别为 40%/34%/30%），归母净利润预测分别为 11.63/15.63/20.71 亿元（增速分别为 35%/34%/32%），EPS 分别为 2.75/3.69/4.89 元，当前市值对应 PE 分别为 77x/58x/44x，维持公司“买入”评级。

4.3 华熙生物

公司短期看点：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，费用率有望边际改善。**主品牌与子品牌米蓓尔、肌活的目标客群互相有一定区隔，2022 年子品牌销量均在高速增长。

公司中长期看点：1) **发力合成生物学新赛道，原料业务与终端业务有望产生较大协同效应。**公司有望利用合成生物学开辟出透明质酸以外的另一条新赛道，复制透明质酸商业化路径，创造下一个现象级原料，且公司在原料端的研发成果率先用在自有终端业务，终端业务持续高增长的可能性较大；2) **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。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 69.02/90.06/113.42 亿元（增速分别为 40%/30%/26%），归母净利润分别为 9.77/12.83/16.20 亿元（增速分别为 25%/31%/26%），EPS 分别为 2.03/2.67/3.38 元，当前市值对应 PE 估值分别为 67x/51x/41x，维持公司“买入”评级。

5 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 Q3 化妆品行业供给端将迎来边际改善，叠加美护需求具有韧性，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）。

图 35：可比公司估值水平一览（截至 2022 年 6 月 29 日）

公司	总市值 (亿元)	2022			2023			2024		
		业绩	PE	PEG	业绩	PE	PEG	业绩	PE	PEG
珀莱雅	460	7.45	62	2.1	9.54	48	1.7	11.70	39	1.5
贝泰妮	901	11.63	77	2.2	15.63	58	1.7	20.71	44	1.3
华熙生物	658	9.77	67	2.7	12.83	51	1.8	16.20	41	1.5
上海家化	264	11.63	23	1.1	15.63	17	0.7	20.71	13	0.6
水羊股份	54	9.77	6	0.1	12.83	4	0.1	16.20	3	0.1

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

6 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	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	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