

行业研究

竞争加剧、监管趋严，国货崛起、产品突围

——化妆品行业2023年年度投资策略

要点

行情与估值回顾：化妆品行业2022年1月1日~11月28日累计下跌0.97%、跑赢沪深300指数23.46PCT。从代表公司来看，2022年初至今13家代表公司有4家上涨，涨幅位居前三位的为科思股份、名臣健康、丸美股份，涨幅位居后三位的为丽人丽妆、壹网壹创、青松股份。估值方面，2022年以来行业代表公司估值均呈现下行。分子行业来看，当前（2022年11月28日）美妆公司、代运营商估值水平（PE TTM）分别为50倍、32倍，估值均低于2019年以来的历史平均水平，估值分位数分别为20.36%、35.46%；个护公司、原料及制造商当前PE TTM为负值。

行业业绩回顾：统计分属于4个子行业的12家上市公司，2022年前三季度行业合计收入、归母净利润同比+8.77%、-30.44%；其中Q3单季度收入、归母净利润分别同比+11.40%、-57.45%。子行业中前三季度仅美妆品牌商收入及利润端同比增长，分别+14.12%、+13.02%，其他子行业代运营公司、制造商公司以及个护公司收入和利润端同比均为下滑。22Q3美妆品牌商收入、归母净利润同比+12.18%、+26.59%、增速环比Q2均有改善，且净利率提升；制造商公司、代运营公司以及个护公司收入同比增速均转正，利润端仍有承压。

2023年行业发展趋势预测：竞争加剧、监管趋严，国货崛起、产品突围

我们认为2023年化妆品行业将呈现以下趋势：1) **国货崛起，积极突围：**我国化妆品行业维持稳健增长，根据欧睿，按零售额计，2021~2026年行业规模年复合增速预计为10.08%。疫情影响下1~10月化妆品零售额累计同比下滑2.80%，

“双十一”大盘平淡，但部分品牌表现出众。2) **监管趋严、走向规范：**2020年以来行业监管趋严，国家政策从化妆品的原料、宣称、评价、标识等方面作出明确规定，利好头部合规经营企业。3) **产品为王，功效先行：**大单品策略行之有效，助力国货实现突围，部分老牌国货紧跟趋势，在研发积淀下打出爆品、焕新增长。此外，国货亦在通过技术驱动产品革新、实现提价升级。从趋势来看，随着消费者护肤意识逐渐成熟，其愈发注重产品的功效性，并且对安全、低刺激的产品更加看重，在“早C晚A”、“以油养肤”等护肤概念风靡时，国货有望抓住机遇顺风而上。同时消费升级下细分品类如防晒、美护发、香氛消费需求更加多元。4) **研发为核，保驾护航：**随着监管趋严、消费者在护肤上的心智逐渐成熟，核心成分/配方会在市场同质化竞争中起到越来越关键的作用，国内品牌商正在逐渐加强对基础研究的重视、搭建完整的产品研发体系，构筑品牌护城河。5) **线上主导，抖音高增：**化妆品线上渠道占比逐渐提升，线下百货、超市等占比下降。线上渠道中抖音美妆强势增长，淘系美妆总体承压。抖音平台中品牌商注重加大自播力度，减少对达人依赖。

投资建议和推荐公司：从10月社零数据和“双十一”大促表现来看，虽然总体化妆品需求局面亦偏弱，但品牌层面仍有尖子生跑赢行业大盘，部分国产品牌如珀莱雅等表现亮眼。从2023年行业发展趋势来看，对于品牌而言，产品为立身之本、研发为核心壁垒，国货通过长期研发积淀可以实现提价升级、破圈增长，紧抓新兴护肤概念的国货有望顺风而上。消费升级下在细分赛道如防晒、美护发、香氛等品类有多元化布局的品牌商成长可期。渠道端抖音高增，积极布局抖音、自播占比较高的品牌商有望抓住平台红利、验证自身运营能力，放大品牌声量。投资标的方面，我们维持前期观点，继续推荐积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、细分龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、多品牌布局发力的**敏感肌护肤龙头贝泰妮**，另外推荐疫情影响的利空消化、短期销售日渐复苏、长期受益于行业监管趋严和研发合规导向的老牌国货集团**上海家化**。

风险分析：宏观经济增速下行，疫情反复或者极端天气致终端消费疲软，影响化妆品的消费需求；行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌造成不利影响；电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升等。

化妆品

买入（维持）

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

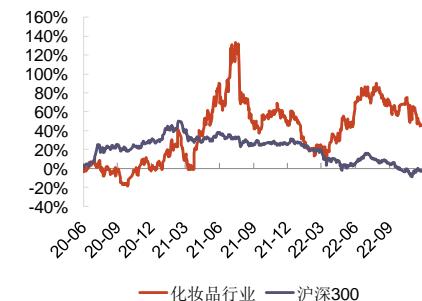
sunww@ebscn.com

联系人：朱洁宇

021-52523842

zhujielyu@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

三季度初现复苏，期待优质龙头蓄势而发——纺织服装及化妆品行业2022年三季报总结（2022-11-06）

疫情影响下业绩表现分化，头部企业彰显经营韧性——纺织服装及化妆品行业2022年中报总结（2022-09-11）

内外因促行业竞争加剧，期待国货积极突围——化妆品行业2022年中期投资策略（2022-06-01）

22Q1疫情背景下品牌商表现不俗，期待国货持续成长——化妆品行业2021年报及2022年一季报总结（2022-05-08）

需求扰动拖累三季度销售，优质公司不改长期竞争力——纺织服装&化妆品&医美行业2021年三季报总结（2021-11-09）

国潮趋于常态化，赛道为基、能力为梁——纺织服装&化妆品&医美行业2022年年度投资策略（2021-10-25）

化妆品行业覆盖公司盈利预测与估值表

公司名称	证券代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS(元)				PE				21~24年3年归母净利润CAGR	PEG	投资评级	
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			本次	变动
珀莱雅	603605.SH	169.48	480.51	2.87	2.61	3.28	4.08	59	65	52	42	12%	5.22	买入	维持
贝泰妮	300957.SZ	129.42	548.22	2.04	2.81	3.71	4.8	63	46	35	27	33%	1.40	买入	维持
上海家化	600315.SH	28.40	192.80	0.96	0.83	1.12	1.29	30	34	25	22	10%	3.31	买入	维持
水羊股份	300740.SZ	11.63	45.23	0.61	0.63	0.92	1.15	19	18	13	10	24%	0.78	增持	维持
丸美股份	603983.SH	36.52	146.61	0.62	0.58	0.7	0.82	59	63	52	45	10%	6.45	增持	维持
青松股份	300132.SZ	7.34	37.92	-1.76	0.01	0.31	0.52	—	734	24	14	—	—	中性	维持
壹网壹创	300792.SZ	26.22	62.58	1.37	1.32	1.65	2.24	19	20	16	12	18%	1.12	增持	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

目 录

1、 行情与估值回顾	8
2、 行业业绩回顾.....	9
2.1、 行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+9%、-30%	9
2.2、 子行业分析：前三季度美妆品牌商收入表现亮眼	10
3、 年度策略：竞争加剧、监管趋严，国货崛起、产品突围.....	12
3.1、 行业现状：疫情扰动，总体稳健	12
3.1.1、 行业维持稳健增长，皮肤学级护肤品、香水、彩妆增速领先	12
3.1.2、 疫情扰动销售表现，“双十一”大盘平淡、部分品牌出众	14
3.2、 政策趋势：监管趋严，走向规范	16
3.3、 品牌趋势：国货焕新，升级破圈	18
3.3.1、 大单品战略行之有效，助力国货实现突围	18
3.3.2、 传统国货旧貌换新颜，紧跟趋势、破圈增长	20
3.3.3、 国货提价升级、布局高端，以技术带动产品革新	22
3.4、 产品趋势：产品为王，功效先行	23
3.4.1、 功效护肤赛道景气，增速快于护肤市场总体	23
3.4.2、 纯净美妆概念兴起，安全、低刺激逐步成为共识	25
3.4.3、“早 C 晚 A”、“以油养肤”等护肤概念风靡，品牌抓住机遇顺风而上	26
3.4.4、“防晒+”概念热度抬升，防晒消费需求进阶	28
3.4.5、 美护发产品需求提升，市场成长潜力充足	29
3.4.6、 香氛品类应用场景多元，国货加速崛起、未来前景广阔	30
3.5、 研发趋势：核心壁垒，保驾护航	31
3.6、 渠道趋势：线上主导，抖音高增	34
4、 投资建议.....	36
5、 重点推荐公司.....	37
5.1、 珀莱雅 (603605.SH)	37
5.2、 贝泰妮 (300957.SZ)	38
5.3、 上海家化 (600315.SH)	39
5.4、 水羊股份 (300740.SZ)	40
5.5、 丸美股份 (603983.SH)	41
6、 风险分析.....	42

图目录

图 1：2022 年初至今化妆品行业和上证指数累计涨跌幅走势	8
图 2：化妆品行业代表上市公司 2022 年初至今累计涨跌幅.....	8
图 3：2019 年初至今化妆品品牌商 PE 估值走势 (ttm)	8
图 4：2019 年初至今个护公司 PE 估值走势 (ttm)	8
图 5：2019 年初至今化妆品代运营公司 PE 估值走势 (ttm)	9
图 6：2019 年初至今原料及制造商 PE 估值走势 (ttm)	9
图 7：化妆品子行业当前估值所处的历史分位数水平 (PE-ttm)	9
图 8：化妆品相关标的当前估值所处的历史分位数水平 (PE-ttm)	9
图 9：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业营业收入及增速.....	10
图 10：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业归母净利润及增速	10
图 11：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业营业收入及增速	10
图 12：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业归母净利润及增速	10
图 13：2021 年以来化妆品子行业营业收入同比增速情况	11
图 14：2021 年以来化妆品子行业归母净利润同比增速情况.....	11
图 15：2021 年以来化妆品子行业毛利率及变化 (PCT)	11
图 16：2021 年以来化妆品子行业归母净利率及变化 (PCT)	11
图 17：按零售额计 2007 年~2026E 我国化妆品行业市场规模及同比增速	12
图 18：2007 年~2026E 中美日韩化妆品人均支出 (美元)	12
图 19：按零售额计 2012 和 2021 年化妆品细分子行业规模占比	13
图 20：按零售额计化妆品细分子行业年复合增速变化	13
图 21：按零售额计 2007 年~2026E 我国高端和大众化妆品市场规模及同比增速	14
图 22：2016 和 2021 年我国高端和大众化妆品品牌份额变化 (%)	14
图 23：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品市场线上线下规模及同比增速	14
图 24：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线上和线下渠道占比	14
图 25：2019 年 1 月~2022 年 10 月化妆品零售额单月同比增速	15
图 26：2019 年 1 月~2022 年 10 月化妆品零售额累计同比增速	15
图 27：淘系 2021 年 1 月~2022 年 10 月美容护理细分类目销售额单月同比增速	15
图 28：淘系 2021 年 1 月~2022 年 10 月美容护理细分类目各月销售额 (亿元)	15
图 29：2021Q2~2022Q2 国内与国际代表品牌收入同比增速	16
图 30：2022 年 1~10 月国内与国际代表品牌淘系销售额同比增速	16
图 31：化妆品主要法规内容梳理	17
图 32：2021 年 8 月~2022 年 8 月化妆品单月备案数量变化	18
图 33：2021 年 10 月~2022 年 8 月化妆品热门品牌平均新备案的产品数	18
图 34：2022 年 1 月~8 月单月备案的新品牌个数	18
图 35：薇诺娜美白淡斑精华液天猫产品详情页展示	18
图 36：代表美妆品牌旗下大单品分析	19
图 37：珀莱雅天猫平台大单品收入占比	19
图 38：珀莱雅天猫平台客单价走势	19
图 39：珀莱雅天猫平台复购率	20

图 40：2019 年~2022 年前三季度珀莱雅和贝泰妮收入同比增速	20
图 41：按零售额计 2007 年~2026E 我国护肤行业规模及同比增速	20
图 42：2016 和 2021 年我国护肤行业品牌份额变化（%）	20
图 43：老牌国货相宜本草、自然堂、欧诗漫“双十一”畅销品	21
图 44：今年“双十一”抖音平台按成交额计美妆类目榜单	21
图 45：相宜本草在西藏建立红景天种植基地及拥有红景天微囊包裹技术	21
图 46：欧诗漫“珍白因 pro”以及自然堂“喜默因”拥有“了不起的中国成分”称号	21
图 47：2021 年 11 月~2022 年 10 月微博、抖音、小红书平台欧诗漫舆情趋势	22
图 48：国内与国际品牌代表面霜单品售价对比	22
图 49：2022 年 10 月天猫平台国货代表品牌销售均价及其面霜单品价格对比	22
图 50：瑷尔博士褐藻专利产品与目前畅销单品价格带对比	23
图 51：按零售额计 2017 年~2026E 我国功效性护肤品市场规模及同比增速	23
图 52：2017 年~2026E 功效性护肤品在护肤品市场中的渗透率	23
图 53：2020 年消费者关注的美妆护肤内容	24
图 54：2021 年消费者选择功效性护肤品主要原因排序	24
图 55：我国敏感性皮肤人群逐年增加	24
图 56：过去和现在敏感肌护肤需求对比	24
图 57：2020 年 11 月~2021 年 10 月社会化媒体功效声量增幅	25
图 58：淘系各皮肤问题对应的功效性护肤品市场规模	25
图 59：2022 年度功效成分榜单 TOP30	25
图 60：2022 年功效成分生命周期曲线	25
图 61：2020 年和 2027E 全球纯净美妆市场规模	26
图 62：我国消费者对纯净美妆的态度	26
图 63：布局纯净美妆的品牌列举	26
图 64：护肤新概念变化趋势	27
图 65：2019 年至今“早 C 晚 A”在百度平台的搜索热度以及珀莱雅相应单品布局时间	27
图 66：2020 年 1 月~2022 年 10 月珀莱雅淘系面部精华产品销售额单月同比增速	28
图 67：天猫“以油养肤”热销国货单品基本属性分析	28
图 68：按零售额计 2007 年~2026E 我国防晒市场规模及同比增速	28
图 69：2016 和 2021 年我国防晒市场品牌份额变化（%）	28
图 70：按人群划分防晒销售额同比增速	29
图 71：防晒品类属性矩阵	29
图 72：消费者对头发/头型护理的态度	29
图 73：2022 年 10 月社交媒体上头发相关的关键词搜索量同比变化	29
图 74：2021 年我国美护发整体月成交额指数变化趋势	30
图 75：2021 年我国美护发细分市场年成交额同比增速	30
图 76：消费者使用香氛的场景	30
图 77：2021 年 1 月~2022 年 10 月天猫家居香氛类目月销售额同比增速	30
图 78：按零售额计，2007 年~2026E 我国香氛市场规模及增速	31
图 79：按零售额计，2021 年我国香氛市场品牌份额	31
图 80：市场上畅销的功效性护肤品的成分/配方	31

图 81：化妆品公司产研模式	31
图 82：珀莱雅 2021 年针对基础研究新成立国际科学研究院	32
图 83：贝泰妮研发组织架构	32
图 84：国内外化妆品公司研发费用率对比	33
图 85：国内化妆品公司专利数量	33
图 86：截至 2022 年 4 月全球护肤品行业专利申请数量 TOP10 申请人（项）	33
图 87：2011~2021 年全球化妆品专利申请人 CR10 集中度	33
图 88：国内与国际美妆品牌标志性专利成分列举	34
图 89：至本品牌天然维 A 活性成分在英国药理学杂志发表的论文	34
图 90：珀莱雅研发体系	34
图 91：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线上和线下渠道占比	35
图 92：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线下各渠道占比	35
图 93：2022 年淘系与抖音平台销售额同比增速对比	35
图 94：2021 年 1 月~2022 年 10 月淘系美妆销售额同比增速	35
图 95：2022 年上半年抖音美妆类目合计 GMV 位列前 20 名的品牌	36
图 96：2022 年上半年抖音美妆类目单月 GMV 位列前 20 名的品牌中国产与国际品牌上榜数量	36
图 97：珀莱雅、花西子、自然堂抖音自播账号列举	36
图 98：2022 年 9 月抖音美妆垂类播主的销售额占比及增幅	36

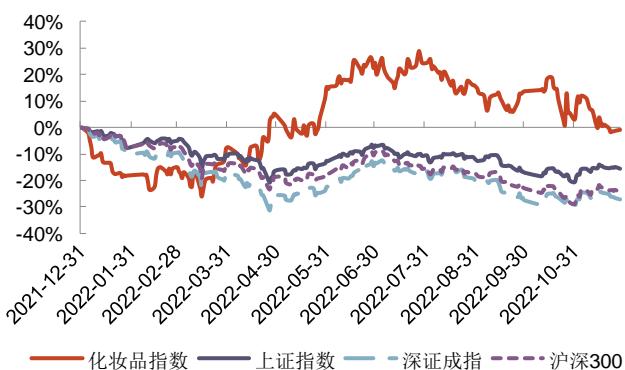
表目录

表 1：按成交额排名，天猫及抖音平台 2022 年“双十一”期间化妆品销售 TOP10 品牌.....	16
表 2：珀莱雅盈利预测与估值简表.....	38
表 3：贝泰妮盈利预测与估值简表.....	38
表 4：上海家化盈利预测与估值简表	40
表 5：水羊股份盈利预测与估值简表	41
表 6：丸美股份盈利预测与估值简表	42

1、行情与估值回顾

化妆品行业2022年1月1日~2022年11月28日累计下跌0.97%、跑赢沪深300指数23.46PCT。从行业代表公司来看，2022年初至今13家代表公司有4家上涨，涨幅位居前三位的分别为科思股份、名臣健康、丸美股份，涨幅分别为+24.31%、+16.82%、+15.46%；涨幅位居后三位的分别为丽人丽妆、壹网壹创、青松股份，涨幅分别为-53.03%、-46.09%、-34.99%。

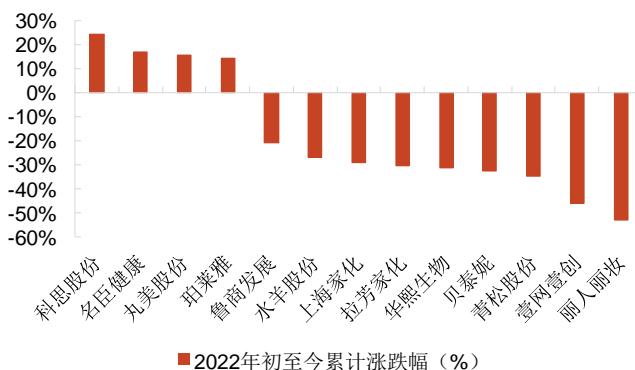
图1：2022年初至今化妆品行业和上证指数累计涨跌幅走势



注：为光大证券研究所构建的化妆品行业指数，样本包括13家A股上市公司，以自由流通市值为权重计算。下同。股价日期截至2022年11月28日，下同

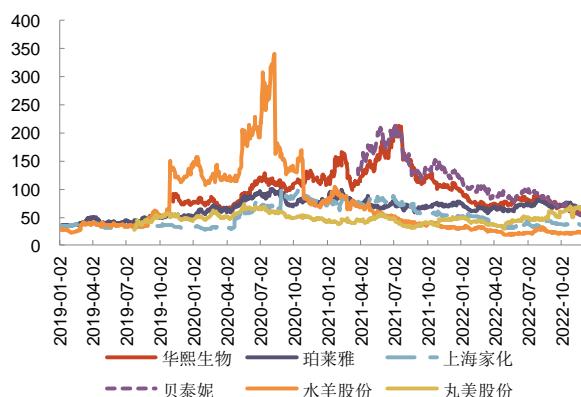
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图2：化妆品行业代表上市公司2022年初至今累计涨跌幅



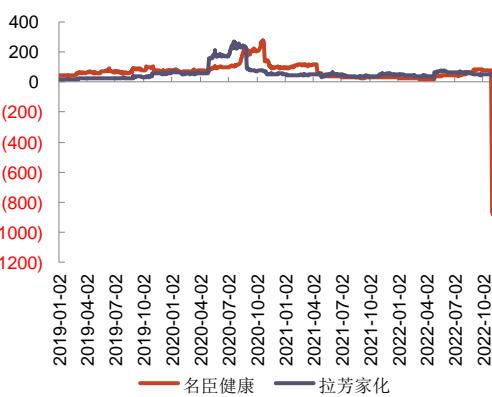
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图3：2019年初至今化妆品品牌商PE估值走势 (ttm)



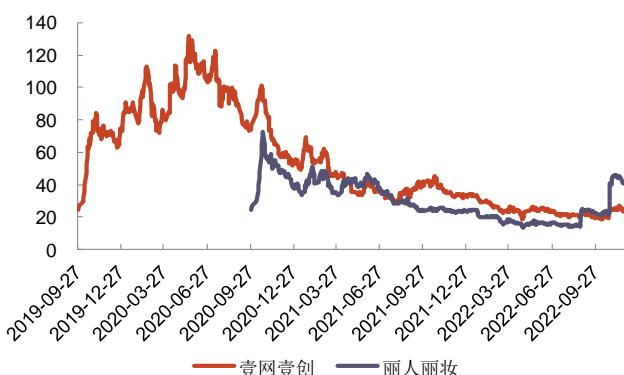
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图4：2019年初至今个护公司PE估值走势 (ttm)



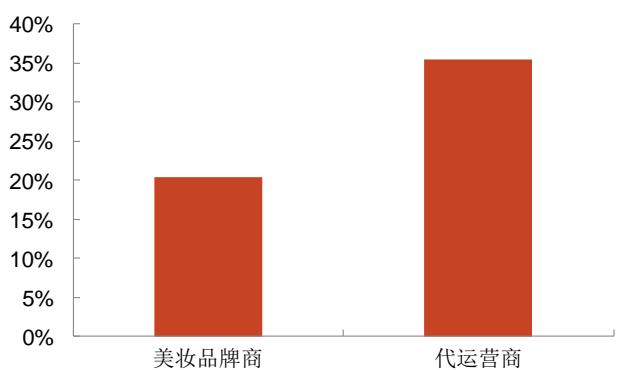
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图5：2019年初至今化妆品代运营公司PE估值走势 (ttm)



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

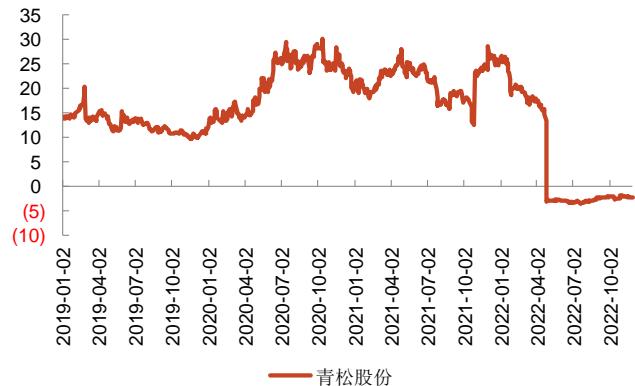
图7：化妆品子行业当前估值所处的历史分位数水平 (PE-ttm)



注：历史分位数水平统计区间为2019年1月2日~2022年11月28日，下同；由于个护公司、原料及制造商公司当前PE-TTM为负值，此处未统计其分位数水平；

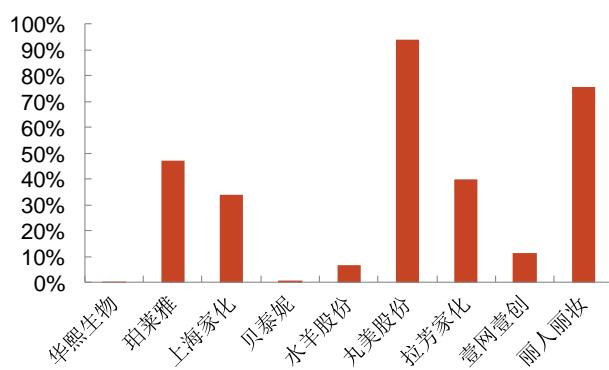
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图6：2019年初至今原料及制造商PE估值走势 (ttm)



资料来源：Wind，光大证券研究所统计

图8：化妆品相关标的当前估值所处的历史分位数水平 (PE-ttm)



注：由于名臣健康、青松股份当前PE-TTM为负值，此处未统计其分位数水平；

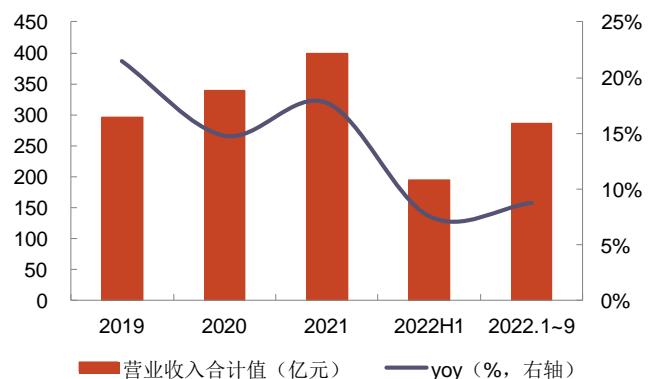
资料来源：Wind，光大证券研究所统计

2、行业业绩回顾

2.1、行业总览：前三季度收入、归母净利润同比+9%、-30%

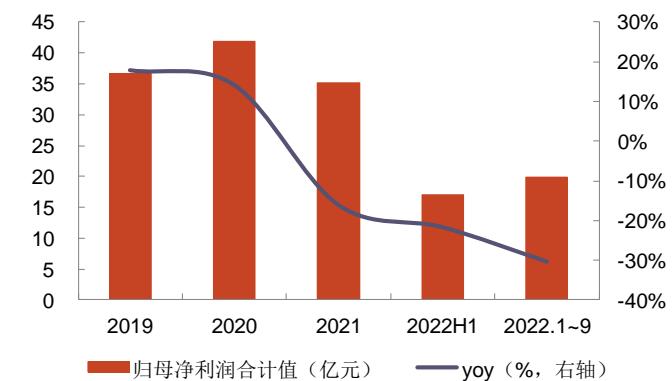
我们统计了化妆品行业分属于4个子行业的12家上市公司，2022年前三季度化妆品行业营业收入为287.11亿元、同比增长8.77%；归母净利润为19.91亿元、同比下滑30.44%。前三季度在疫情背景下化妆品行业上市公司之间表现分化，品牌商贝泰妮、华熙生物、珀莱雅以及制造商科思股份业绩表现相对较优，收入和归母净利润同比均实现较快增长，而上海家化、丸美股份、壹网壹创、名臣健康、丽人丽妆等公司业绩均有承压。

图 9：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业营业收入及增速



注：统计了化妆品行业分属于 4 个子行业的 12 家公司，与前文行情回顾 13 家公司相比，此处未统计鲁商发展，主要系业绩受地产业务影响，下同；
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

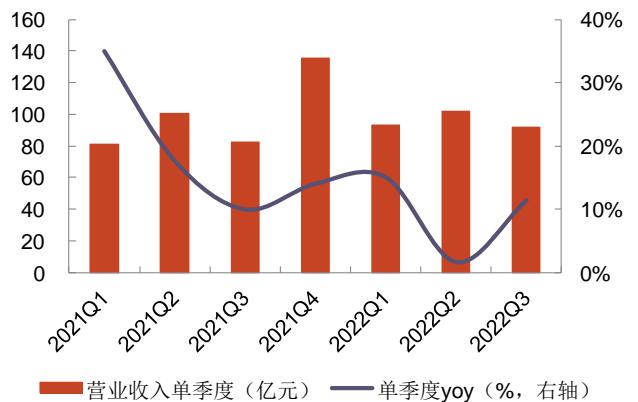
图 10：2019 年~2022 年前三季度化妆品行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

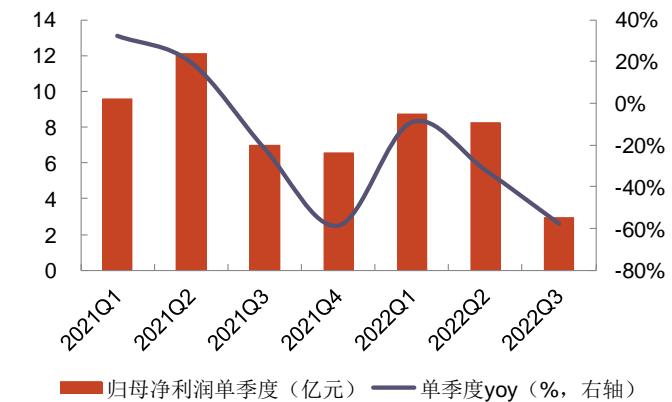
从单季度的表现来看，2022Q1~Q3 行业收入分别同比+15.03%、+1.59%、+11.40%，归母净利润分别同比-8.97%、-31.87%、-57.45%。单三季度行业收入同比增速加快，主要系随着疫情逐步受控，各公司生产及销售端转好贡献；归母净利润同比降幅有所扩大，主要系青松股份等公司出现亏损所致。

图 11：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 12：2021Q1~2022Q3 单季度化妆品行业归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2、子行业分析：前三季度美妆品牌商收入表现亮眼

从子行业体量上来看，收入体量从大到小依次为美妆品牌商、制造商公司、代运营公司、个护公司，前三季度收入占比分别为 73%、12%、11%、4%。其中美妆品牌商中包含珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化、水羊股份、丸美股份；制造商公司为青松股份、科思股份；代运营公司中包含丽人丽妆、壹网壹创；个护公司包含名臣健康和拉芳家化。

从收入及利润端增速的绝对值水平来看，前三季度仅美妆品牌商收入及利润端同比实现增长，分别同比+14.12%、+13.02%，其他子行业代运营公司、制造商公司以及个护公司收入和利润端同比均为下滑，收入端分别同比-0.50%、-3.61%、-11.25%；利润端压力更大，分别同比-274.88%、-76.73%、-76.13%。

单三季度收入端方面，美妆品牌商收入增速同比+12.18%、较 Q2 的 7.75%提速，制造商公司、代运营公司以及个护公司收入同比增速均转正，分别同比+16.77%、+4.05%、+3.37%；**利润端方面**，美妆品牌商归母净利润增速环比 Q2 转正、同比+26.59%，制造商公司以及代运营公司利润端降幅环比扩大，个护公司利润端增速环比转为下滑。

图 13：2021 年以来化妆品子行业营业收入同比增速情况

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美妆品牌商	30.36%	15.04%	14.12%	24.20%	7.75%	12.18%
制造商公司	-1.84%	-7.56%	-0.50%	-1.26%	-12.94%	16.77%
代运营公司	-10.32%	-6.51%	-3.61%	0.34%	-11.43%	4.05%
个护公司	10.86%	-18.22%	-11.25%	-24.29%	-11.91%	3.37%
合计	17.72%	7.58%	8.77%	15.03%	1.59%	11.40%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：2021 年以来化妆品子行业归母净利润同比增速情况

子行业名称	整体表现			单季度表现		
	2021	2022H1	2022.1~9	2022Q1	2022Q2	2022Q3
美妆品牌商	24.25%	7.57%	13.02%	26.50%	-8.08%	26.59%
制造商公司	-224.76%	-104.36%	-274.88%	-102.28%	-106.63%	-965.44%
代运营公司	13.54%	-66.52%	-76.73%	-33.86%	-80.14%	-102.15%
个护公司	-7.61%	-52.02%	-76.13%	-101.16%	2.08%	-191.35%
合计	-16.15%	-21.75%	-30.44%	-8.97%	-31.87%	-57.45%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 15：2021 年以来化妆品子行业毛利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9毛利率
美妆品牌商	1.19	1.35	1.15	66.84%
制造商公司	-11.04	-9.70	-4.28	15.36%
代运营公司	0.32	-10.27	-12.92	31.01%
个护公司	6.62	-8.33	-13.49	38.44%
合计	1.83	-0.27	-0.68	55.70%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：2021 年以来化妆品子行业归母净利率及变化（PCT）

子行业名称	2021YOY	2022H1YOY	2022.1~9YOY	2022.1~9归母净利率
美妆品牌商	-0.59	-0.74	-0.10	10.67%
制造商公司	-29.09	-11.56	-18.64	-11.88%
代运营公司	2.93	-9.09	-10.92	3.48%
个护公司	-2.19	-6.91	-10.01	3.68%
合计	-3.55	-3.26	-3.91	6.94%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

详细分析子行业层面：

美妆品牌商：22Q3 行业淡季下，产品力突出的品牌商收入增速环比放缓

疫情扰动下美妆品牌商各公司之间前三季度业绩表现分化。部分产品力、品牌力突出的公司前三季度业绩增长亮眼，单三季度在行业淡季、疫情反复以及消费信心疲弱的背景下收入端增速环比二季度有所放缓，但部分公司盈利能力提升、经营效率进一步改善。其中贝泰妮前三季度收入、归母净利润分别同比+37.05%、+45.62%，22Q3 分别同比+20.65%、+35.49%，Q3 归母净利率同比提升 1.58PCT 至 14.46%；珀莱雅前三季度收入、归母净利润分别同比+31.53%、+35.96%，22Q3 分别同比+22.07%、+43.55%，虽收入端有所放缓但盈利能力提升明显、Q3 归母净利率同比提升 2.22PCT 至 14.85%；华熙生物前三季度收入、归母净利润分别同比+43.43%、+21.99%，22Q3 分别同比+28.76%、+4.86%，Q3 利润端受政府补助同比减少影响增速放缓。

其他品牌公司方面，上海家化前三季度收入、归母净利润分别同比-8.17%、-25.51%，主要系公司总部位于上海，二季度生产及销售端受疫情影响较大所致，22Q3 收入及利润端增速环比 Q2 均转正、现改善，分别同比+1.17%、+15.55%；丸美股份前三季度在主品牌转型期间以及疫情影响下收入、归母净利润分别同比+0.53%、-15.49%，22Q3 收入及利润端分别同比+23.72%、扭亏，较 Q2 改善；水羊股份前三季度收入、归母净利润分别同比+0.91%、-18.88%，22Q3 分别同比-4.38%、-37.37%，收入端降幅环比 Q2 已有收窄。

其他子行业：受疫情影响业绩均有不同程度下滑，22Q3 收入增速已现改善

制造商公司前三季度收入同比-0.50%、归母净利润同比转亏。其中化学防晒剂制造商科思股份业绩表现靓丽，前三季度收入、归母净利润分别同比+68.00%、+127.42%，22Q3 收入及利润端增速环比 Q2 进一步加快，分别同比+82.53%、+324.77%；青松股份前三季度收入同比-19.61%，22Q3 收入同比-3.71%、环比 Q2 降幅收窄，但 Q3 归母净利润大额亏损 4.99 亿元，主要系受疫情、行业监管政策以及宏观经济等不利因素叠加影响，子公司诺斯贝尔净利润表现不及预期，Q3 公司对其 4.53 亿元的商誉全部计提减值损失所致。

代运营公司前三季度收入、归母净利润分别同比-3.61%、-76.73%。其中壹网壹创和丽人丽妆 22Q3 收入端表现均有改善，壹网壹创收入同比+57.69%环比提速、丽人丽妆收入同比-16.15%降幅收窄，但二者利润端均仍有承压，Q3 壹网壹创利润同比降幅较 Q2 扩大、丽人丽妆亏损较 Q2 增加。

个护公司前三季度收入、归母净利润分别同比-11.25%、-76.13%。其中名臣健康 22Q3 收入同比+27.29%增长提速、归母净利润同比转亏；拉芳家化 22Q3 收入、归母净利润分别同比-12.38%、+72.42%、环比 Q2 收入及利润端表现均有改善。

3、年度策略：竞争加剧、监管趋严，国货崛起、产品突围

3.1、行业现状：疫情扰动，总体稳健

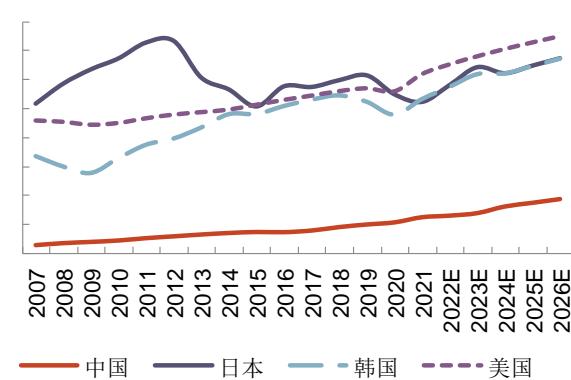
3.1.1、行业维持稳健增长，皮肤学级护肤品、香水、彩妆增速领先

根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年我国化妆品行业市场规模为 5686.05 亿元，2007~2021 年年复合增速为 10.08%，预计 2026 年市场规模将达到 8177.27 亿元，2021~2026 年年复合增速为 10.08%。我国化妆品人均消费金额与发达国家仍有较大差距，未来存在较大的提升空间。2021 年我国化妆品人均消费金额为 62 美元，而日本、韩国、美国分别为 263 美元、266 美元、310 美元。

图 17：按零售额计 2007 年~2026E 我国化妆品行业市场规模及同比增速



图 18：2007 年~2026E 中美日韩化妆品人均支出（美元）



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

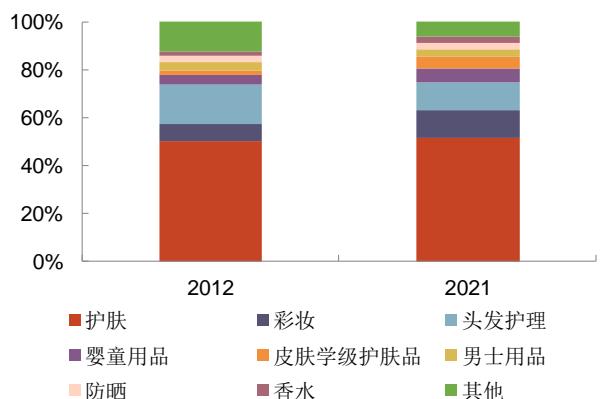
资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

细分子行业中 2021 年护肤、彩妆、头发护理规模位列前三名、占美容个护总体市场规模的比重分别为 52%、12%、11%。此外，部分子行业基数较小，处于发展初期、成长势头较快，根据 Euromonitor，2016~2021 年皮肤学级护肤品、

香水、彩妆、婴童用品、防晒景气度相对较高、年复合增速分别为 32.58%、20.68%、18.20%、13.58%、12.45%。2021~2026 年香水、婴童用品、防晒增速较快，年复合增速预计分别为 21.38%、10.04%、9.59%。

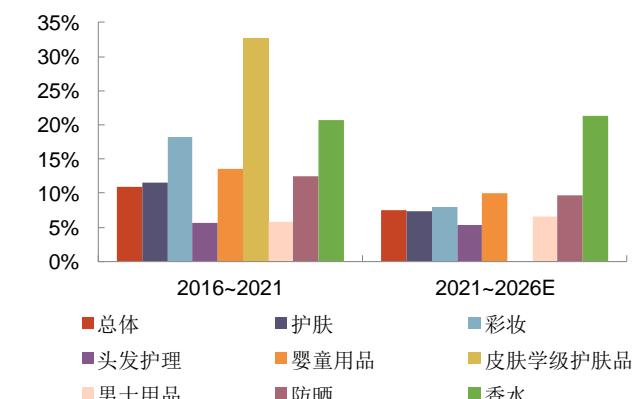
从品牌份额来看，2021 年我国护肤品市场品牌份额的 CR5、CR10 分别为 22.00%、32.90%，较 2012 年分别提升 0.70 PCT、1.30PCT。2021 年市占率位列前 3 的均为国际品牌，分别为巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，市占率分别为 5.30%、5.10%、4.80%，国产品牌百雀羚、自然堂、珀莱雅、薇诺娜位列前 10 名，市占率分别为 3.80%、3.00%、1.70%、1.70%。相较于 2016 年，国产品牌珀莱雅、薇诺娜跻身前 10 名。

图 19：按零售额计 2012 和 2021 年化妆品细分子行业规模占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 20：按零售额计化妆品细分子行业年复合增速变化

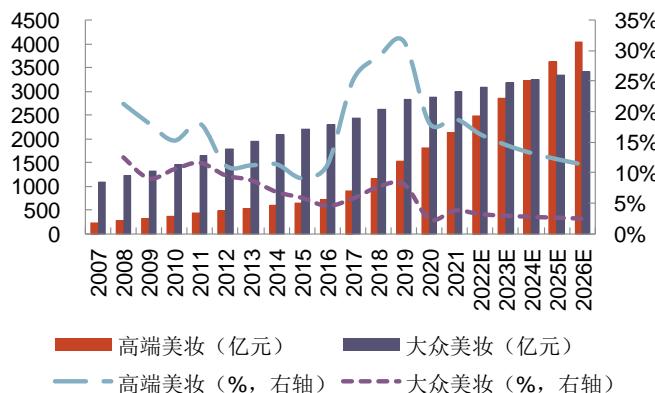


资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

高端美妆增速快于大众美妆，国产品牌主要集中于大众市场。根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年高端美妆和大众美妆市场规模占比分别为 38%、53%，近年来高端美妆增速持续跑赢大众化妆品，2021~2026 年高端和大众美妆规模的年复合增速分别为 13.53%、2.71%。2021 年高端、大众美妆前十大品牌市场份额合计分别为 38.30%、29.90%，与 2016 年相比，高端、大众美妆集中度均有提升。

目前高端美妆仍由国际品牌占据主导地位，2021 年高端美妆市占率位列前 3 名的品牌分别为兰蔻、雅诗兰黛、迪奥，国产品牌薇诺娜位列第 7 名；大众美妆中国产品牌数量相对较多，2021 年百雀羚、自然堂、珀莱雅分别位列第 2、4、9 名。当前国内老牌国货多集中在中低端美妆市场，部分品牌正通过收购或自研向中高端市场发力，例如，贝泰妮推出高端抗衰品牌 AOXMED；水羊股份收购法国高端抗衰品牌伊菲丹。

图 21：按零售额计 2007 年~2026E 我国高端和大众化妆品市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 22：2016 和 2021 年我国高端和大众化妆品品牌份额变化 (%)

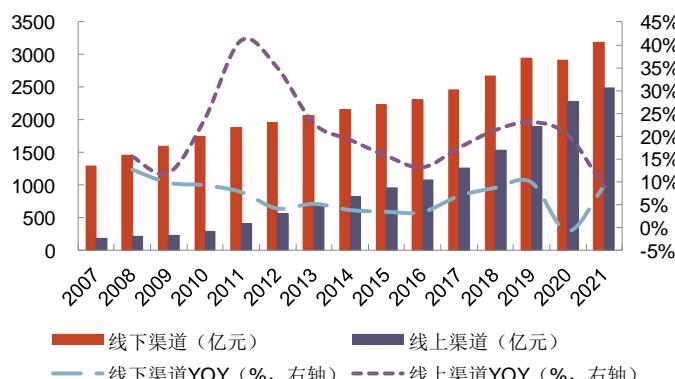
排名	高端				大众			
	品牌	2016	品牌	2021	品牌	2016	品牌	2021
1	兰蔻	6.2	兰蔻	8.2	巴黎欧莱雅	5.5	巴黎欧莱雅	7.8
2	雅诗兰黛	5.3	雅诗兰黛	7.3	玫琳凯	3.6	百雀羚	3.8
3	萃雅	4.9	迪奥	4.2	海飞丝	3.2	Olay	3.2
4	雅姿	4.6	SK-II	3.3	百雀羚	3.0	自然堂	3.1
5	迪奥	4.1	海蓝之谜	3.1	Olay	2.8	海飞丝	2.9
6	兰芝	2.9	阿道夫	2.7	飘柔	2.4	飘柔	2.1
7	香奈儿	2.6	薇诺娜	2.6	自然堂	2.2	舒肤佳	1.8
8	滋源	2.6	资生堂	2.5	美宝莲	1.9	潘婷	1.8
9	雅漾	2.4	后	2.2	完美	1.9	珀莱雅	1.7
10	SK-II	1.8	YSL	2.2	舒肤佳	1.7	欧珀莱	1.7
CR5	25.1	CR5	26.1	CR5	18.1	CR5	20.8	
CR10	37.4	CR10	38.3	CR10	28.2	CR10	29.9	

注：上图中为按零售额计的品牌份额，浅底色表示国产品牌；

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

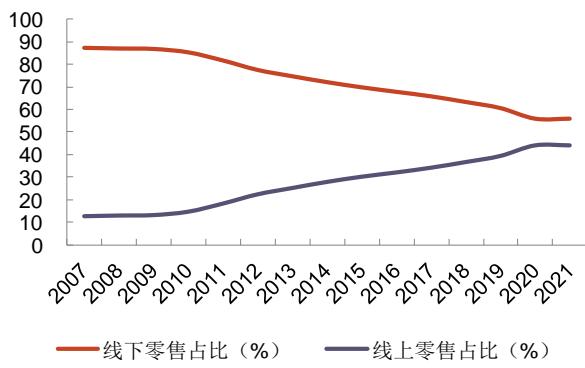
线上渠道增速快于线下、占比呈提升趋势。根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年我国化妆品市场中线下、线上渠道规模分别为 3184.24 亿元、2494.73 亿元，占比分别为 56%、44%，2007~2021 年线下、线上渠道规模的年复合增速分别为 6.64%、20.42%。随着线上各电商平台发展日趋成熟，我国化妆品市场线上渠道规模占比逐渐提升，线下渠道近年来受疫情扰动占比呈下降趋势，与 2019 年相比，2021 年线下渠道占比下降 4.7PCT。

图 23：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品市场线上线下规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 24：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线上和线下渠道占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

3.1.2、疫情扰动销售表现，“双十一”大盘平淡、部分品牌出众

2022 年以来化妆品零售额受到疫情扰动，1~10 月累计同比下滑 2.80%。逐月来看，3~5 月在疫情影响下，线下物流发货受阻、消费者消费信心亦受到一定影响，化妆品零售额分别同比 -6.30%、-22.30%、-11.00%；6~7 月随着疫情逐步受控，化妆品零售额同比增速亦有所改善，分别同比 +8.10%、+0.70%；8~10 月进入销售淡季且受疫情反复影响、消费需求转淡，化妆品销售额同比走弱，分别同比 -6.40%、-3.10%、-3.70%。

图 25：2019 年 1 月~2022 年 10 月化妆品零售额单月同比增速



注：社零数据 1~2 月合并统计，下同；

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

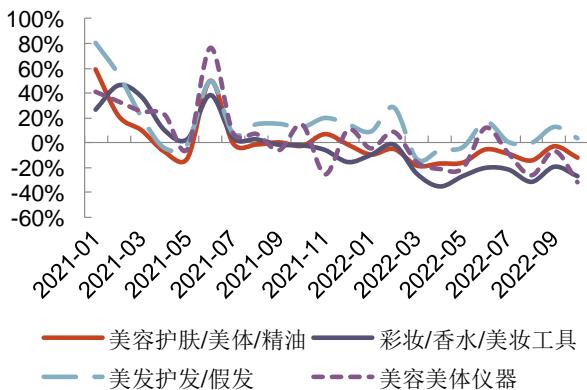
图 26：2019 年 1 月~2022 年 10 月化妆品零售额累计同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

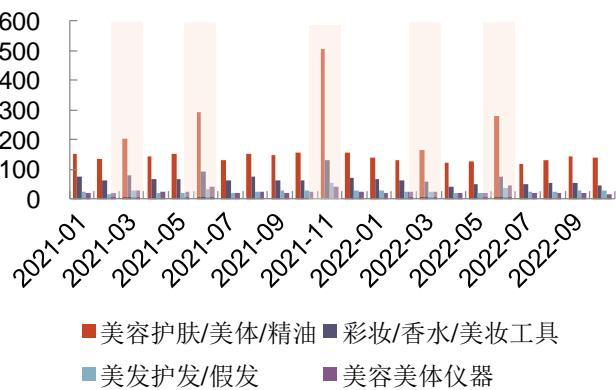
线上表现方面，根据萝卜投资，2022 年 1~10 月淘系平台化妆品单月销售额同比增速总体呈下滑趋势、累计同比下滑 12.12%。从细分类目来看，美容护肤/美体/精油、彩妆/香水/美妆工具、美发护发/假发、美容美体仪器分别累计同比 -10.80%、-21.63%、+4.81%、-10.24%。同时，从 2021 年以来各月销售额来看，3 月、6 月、11 月常因有电商大促刺激销售额相对偏高，而其他月份往往为销售淡季。

图 27：淘系 2021 年 1 月~2022 年 10 月美容护理细分类目销售单月同比增速



资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

图 28：淘系 2021 年 1 月~2022 年 10 月美容护理细分类目各月销售额（亿元）



注：浅底色标出的为化妆品大促月份

资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

2022 年“双十一”大促行业总体表现平淡，但国产美妆代表品牌积极突围。据魔镜数据，淘系平台护肤、彩妆类目累计成交额分别同比下滑 8%、25%。从天猫及抖音平台榜单来看，**天猫平台方面**，据天下网商（统计 10 月 31 日~11 月 11 日，下同），按成交额排名，美妆类目 TOP10 仍以国际美妆品牌居多，其中欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、玉兰油位居前 4 名，国产品牌中珀莱雅、薇诺娜分别位列第 5、6 名，与去年榜单相比，珀莱雅为新上榜品牌、薇诺娜排名不变，上榜国货今年新增 1 席。另外，据解数咨询（统计 10 月 24 日~11 月 11 日），按品牌成交额排名，美容/护肤/美体精油类目欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻位列前 3 名，珀莱雅、薇诺娜位列第 5、7 名；彩妆/香水/美妆工具类目 YSL、雅诗兰黛、3CE 位列前 3 名，国产品牌花西子位列第 5 名。**抖音平台方面**，据商指针（统计 10 月 31 日~11 月 11 日），按成交额排名，美妆个护类目中后、雅诗兰黛、欧莱雅位列前 3 名，花西子、自然堂位列第 9、10 名。

表 1：按成交额排名，天猫及抖音平台 2022 年“双十一”期间化妆品销售 TOP10 品牌

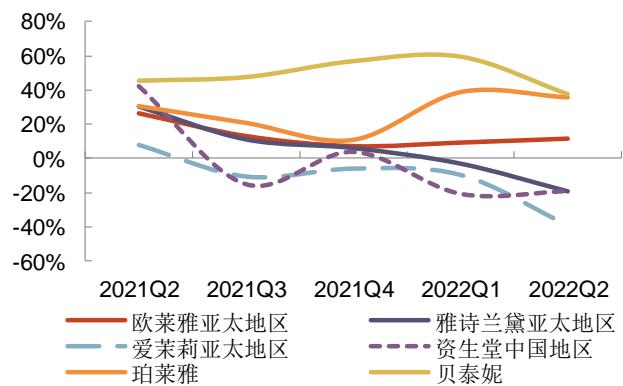
排名	天猫			抖音
	美妆类目总体	美容/护肤/美体精油	彩妆/香水/美妆工具	美妆个护
1	欧莱雅	欧莱雅	YSL	后
2	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
3	兰蔻	兰蔻	3CE	欧莱雅
4	玉兰油	玉兰油	魅可	海蓝之谜
5	珀莱雅（新上榜）	珀莱雅	花西子	SK-II
6	薇诺娜	海蓝之谜	兰蔻	兰蔻
7	海蓝之谜	薇诺娜	阿玛尼	玉兰油
8	SK-II	SK-II	NARS	赫莲娜
9	赫莲娜	赫莲娜	CPB	花西子
10	资生堂	资生堂	玫珂菲	自然堂

注：浅底色标出的为国产品牌；

资料来源：天猫美妆类目总体榜单来自天下网商、细分类目护肤和彩妆的榜单来自解数咨询，抖音榜单来自商指针，光大证券研究所整理

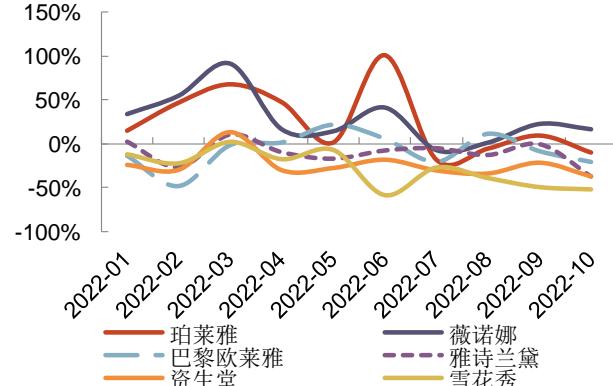
国际与国内美妆品牌对比来看，伴随着疫情反复，2021Q3 以来国际美妆龙头品牌亚太地区收入增速有所放缓。除欧莱雅亚太地区 2021Q3~2022Q2 各季度收入同比增速维持在 10% 左右之外，雅诗兰黛、爱茉莉太平洋、资生堂收入增速均出现下滑，2022Q2 雅诗兰黛亚太地区、爱茉莉太平洋亚太地区、资生堂中国地区收入分别同比下滑 19%、39%、19%。反观国产美妆品牌，产品力突出的珀莱雅、贝泰妮在疫情反复之下依然展现出较强的韧性，2022Q2 收入分别同比增长 35.50%、37.26%，且淘系增速亦好于国际美妆龙头，显示国产美妆品牌正在积极加码研发，提升产品力与品牌力，缩小与国际美妆龙头的差距。

图 29：2021Q2~2022Q2 国内与国际代表品牌收入同比增速



资料来源：各公司公告、Wind，光大证券研究所整理

图 30：2022 年 1~10 月国内与国际代表品牌淘系销售额同比增速



资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

3.2、政策趋势：监管趋严，走向规范

化妆品监管体系日趋完善，行业逐步走向规范化发展。2020 年 6 月国务院出台《化妆品监督管理条例》，该条例定位最高、于 2021 年 1 月实施，其指出化妆品分为特殊化妆品和普通化妆品，并首次提出“新功效”的概念，新功效是指除染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发以及普通功效之外的功效。2021 年 4 月国家药监局出台《化妆品功效宣称评价规范》，该法规于 2022 年 1 月实施、意味着我国化妆品行业进入功效元年，其指出化妆品功效宣称应当有充分的科学依据，功效宣称依据包括人体功效试验、消费者使用测试、实验室试验、文献资料或研究数据等，其中祛斑美白、防晒、防脱发、祛痘、滋养、修护必需提供人体

功效评价试验。总体来看，2020年以来我国化妆品行业监管趋严，国家政策从化妆品的原料、宣称、评价、标识等方面作出明确规定，在政策推动下我国化妆品将走向规范化发展，进而利好头部合规经营企业。

图 31：化妆品主要法规内容梳理

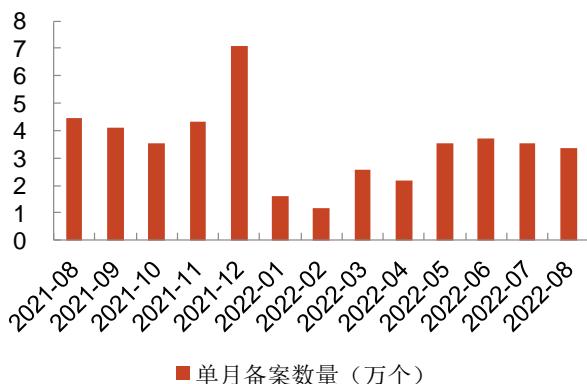


资料来源：国务院、国家药监局官网，光大证券研究所整理

随着化妆品审核门槛变高，新规实施之后新品备案数量减少，从竞争格局而言利好产品力强、研发和合规体系建设相对更为完善的头部企业。根据美丽修行大数据，2022年1~8月我国化妆品备案数量累计同比减少26.50%，1~2月新品备案数量降至1万左右，随后备案数量稳步回升，目前月备案数量接近4万、与2021年高峰时期7万的月备案数量相比仍有差距。另外2022年1~2月单月备案的新品牌个数明显下降，后续回升至200~300个左右。从美丽修行统计的热门品牌备案数量来看，2022年1月新规实施之后热门品牌平均新备案的产品数量呈稳步提升趋势、月平均为7个左右，显示头部品牌产品规范、在新规之下备案热度依然持续。

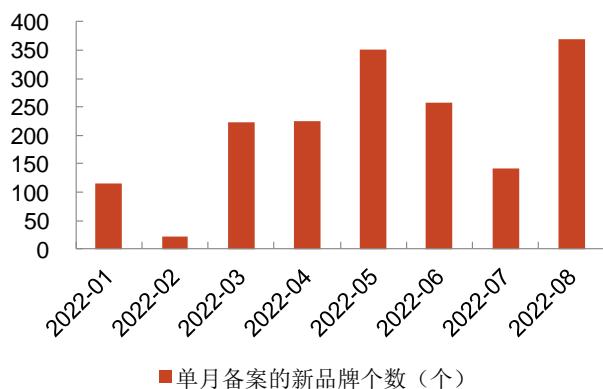
从已上市的产品来看，品牌方逐渐注重披露功效检测结果，进而为产品形成良好背书，例如，薇诺娜美白淡斑精华在天猫产品详情页中展示了临床试验结果，以及该产品获得的国家药监局国产特殊用途化妆品许可证。部分中小企业如果功效评价体系、安全评估、原料等安全相关信息存在问题，或将导致新品达不到备案门槛、品牌上新数量减少，进而面临被市场淘汰的压力。

图 32：2021 年 8 月~2022 年 8 月化妆品单月备案数量变化



资料来源：美丽修行大数据，光大证券研究所整理

图 34：2022 年 1 月~8 月单月备案的新品牌个数



资料来源：美丽修行大数据，光大证券研究所整理

图 33：2021 年 10 月~2022 年 8 月化妆品热门品牌平均新备案的产品数

注：热门品牌为美修指数 ≥ 80 的品牌；品牌平均新备案产品数=（热门品牌新备案产品总数）/（当月有新备案产品的热门品牌数）

资料来源：美丽修行大数据，光大证券研究所整理

图 35：薇诺娜美白淡斑精华液天猫产品详情页展示



资料来源：薇诺娜天猫官方旗舰店，光大证券研究所整理

3.3、品牌趋势：国货焕新，升级破圈

3.3.1、大单品战略行之有效，助力国货实现突围

从国际美妆龙头的发展来看，中高端美妆品牌一般会在研发加持下推出自身核心大单品，从而建立起产品护城河优势、实现品牌声量的放大。例如，雅诗兰黛小棕瓶精华在 1982~2020 年期间共迭代了七次，根据久谦咨询数据，2022 年 10 月小棕瓶精华为雅诗兰黛天猫旗舰店贡献了约 7% 的销售额。一款优秀的大单品拥有较长的生命周期，能够助力品牌的长期成长，当品牌的大单品赢得消费者信赖之后，其他产品也更容易被市场接纳。

图 36：代表美妆品牌旗下大单品分析

珀莱雅		薇诺娜		雅诗兰黛		巴黎欧莱雅	
红宝石精华		舒敏保湿特护霜		第七代小棕瓶精华液		紫熨斗眼霜	
	占比: 5%		占比: 5%		占比: 7%		占比: 17%
	功效: 抗皱抗衰老		功效: 舒敏修护		功效: 维稳修护		功效: 淡化眼纹
	成分: 维A醇、六胜肽-1		成分: 马齿苋、β-葡聚糖		成分: 二裂酵母、律波肽		成分: 玻色因PRO
	单价: 279/30ml		单价: 248/50ml		单价: 660/30ml		单价: 359/30ml
双抗精华		清透防晒乳		第五代小棕瓶抗蓝光熬夜眼霜		小金管防晒霜	
	占比: 10%		占比: 12%		占比: 14%		占比: 5%
	功效: 抗氧化抗衰老		功效: 防晒		功效: 淡化黑眼圈、眼纹		功效: 防晒
	成分: 虾青素、麦角硫因		成分: 马齿苋、红没药醇		成分: 二裂酵母、维生素E		成分: MEXORYL防晒科技
	单价: 239/30ml		单价: 188/50ml		单价: 540/15ml		单价: 179/30ml
源力精华		舒缓保湿特护精华液		胶原霜		第三代黑精华	
	占比: 5%		占比: 10%		占比: 11%		占比: 5%
	功效: 修护维稳		功效: 精准修护		功效: 紧致淡纹		功效: 修护、抗初老
	成分: 神经酰胺、二裂酵母		成分: 马齿苋、青刺果		成分: 黄金I型胶原		成分: 二裂酵母、S.F.E发酵精粹
	单价: 239/30ml		单价: 278/30ml		单价: 820/50ml		单价: 279/30ml

注：表格中“占比”表示该单品 10 月天猫旗舰店销售额占其品牌合计天猫旗舰店销售额的比重；产品单价统计时间为 2022-10-05，售价考虑优惠活动等情况；

资料来源：天猫官方旗舰店、久谦咨询，光大证券研究所整理

在国货崛起的趋势下，近年来国货品牌亦在通过大单品战略实现品牌破圈。以珀莱雅和贝泰妮为例，珀莱雅自 2020 年以来推出了红宝石精华、双抗精华、源力精华等多款大单品，2022 年 10 月三款精华分别为珀莱雅天猫旗舰店贡献了约 5%、10%、5% 的销售额，根据公司公告，珀莱雅天猫平台中大单品的收入占比由 2021Q3 的 55% 提升至 2022Q3 的超 65%，天猫平台总体客单价由 2021Q3 的 176 元提升至 2022Q3 的超 250 元；薇诺娜作为敏感肌护肤龙头推出了舒敏保湿特护霜、清透防晒乳、舒缓保湿特护精华液等大单品，2022 年 10 月分别为其天猫旗舰店贡献了约 5%、12%、10% 的销售额。

我们认为大单品战略对于国产品牌实现突围是行之有效的，国产品牌可以先建立起大单品护城河、再进一步强化品牌形象。优秀的大单品能够帮助提升消费者的粘性与复购率，例如，2022Q3 天猫平台珀莱雅的复购率为 35% 左右、相较于 2021Q3 提升了 6PCT。与此同时，珀莱雅和贝泰妮作为产品力较强的国产美妆公司，在疫情期间亦展现出较强的经营韧性，2022 年前三季度收入分别同比增长 31.53%、37.05%。

图 37：珀莱雅天猫平台大单品收入占比

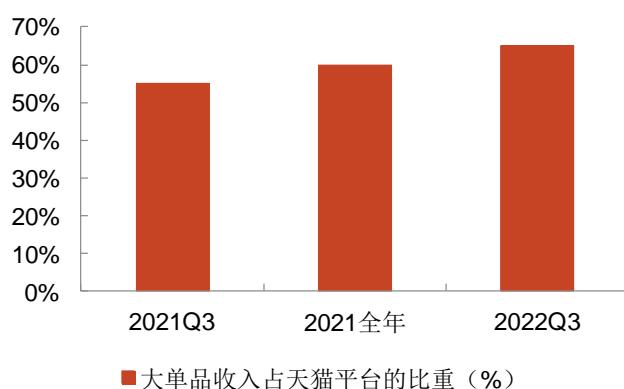


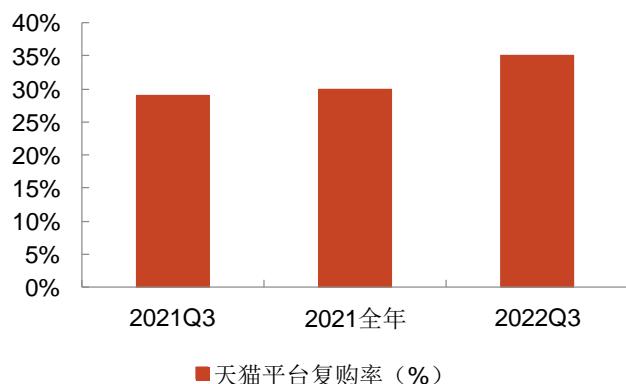
图 38：珀莱雅天猫平台客单价走势



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 39：珀莱雅天猫平台复购率



资料来源：久谦咨询，光大证券研究所整理

图 40：2019 年~2022 年前三季度珀莱雅和贝泰妮收入同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

护肤市场国际品牌虽仍占主导地位，但国产品牌积极突围、抢占市场份额。根据 Euromonitor，2021 年我国护肤品行业市场规模为 2938.06 亿元、2016~2021 年年复合增速为 11.58%，预计 2026 年市场规模将达到 4180.11 亿元、2021~2026 年年复合增速为 7.31%。2016~2021 年我国护肤市场集中度呈提升趋势、前十大品牌市场份额合计提升 3.80PCT。2021 年我国护肤品市占率位列前 3 名的品牌分别为巴黎欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛，目前国际品牌虽占主导，但近年来国产品牌通过革新产品、市场份额实现提升。相较于 2016 年，国产品牌珀莱雅、薇诺娜跻身前 10 名，市占率分别为 1.70%、1.70%。

图 41：按零售额计 2007 年~2026E 我国护肤行业规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 42：2016 和 2021 年我国护肤行业品牌份额变化 (%)

排名	品牌	2016	品牌	2021
1	巴黎欧莱雅	4.6	巴黎欧莱雅	5.3
2	玫琳凯	4.2	兰蔻	5.1
3	百雀羚	4.0	雅诗兰黛	4.8
4	Olay	3.2	百雀羚	3.8
5	自然堂	2.8	Olay	3.0
6	兰蔻	2.1	自然堂	3.0
7	完美	2.1	SK-II	2.4
8	萃雅	2.1	海蓝之谜	2.1
9	雅诗兰黛	2.0	珀莱雅	1.7
10	佰草集	2.0	薇诺娜	1.7
CR5		18.8	CR5	22.0
CR10		29.1	CR10	32.9

注：上图中为按零售额计的品牌份额，浅底色表示国产品牌；

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

3.3.2、传统国货旧貌换新颜，紧跟趋势、破圈增长

伴随着国潮崛起趋势，老牌国货积极焕新突围。今年“双十一”大促期间，部分老牌国货表现亮眼，按成交额排名，在抖音平台美妆类目中虽然国际品牌继续强势，但国货品牌亦在积极追赶，老牌国货自然堂、珀莱雅、欧诗漫以及薇诺娜位列第 10~13 名。部分老牌国货通过联合超头主播实现单品打爆、使品牌再次出圈，如今今“双十一”期间，相宜本草天猫旗舰店 GMV 突破 2 亿元、同比增长超 88%，旗下红景天系列焕白精华液销量超 30 万瓶、龙胆系列冻干精华面膜销量超 319 万盒；自然堂第五代小紫瓶精华累计售出 23 万瓶；欧诗漫美白淡斑面膜销量超 20 万件。相宜本草、自然堂以及欧诗漫作为国货美妆代表品牌，在“双十一”大促前夕均登上由李佳琦团队主办的综艺节目《所有女生的 offer2》、并成功签约，实现品牌曝光。

图 43：老牌国货相宜本草、自然堂、欧诗漫“双十一”畅销品



注：上图中相宜本草及欧诗漫销量数据均指天猫旗舰店；

资料来源：天猫官方旗舰店、各品牌战报，光大证券研究所整理

图 44：今年“双十一”抖音平台按成交额计美妆类目榜单

排名	品牌	累计销售额（亿元）
1	后	2.40
2	雅诗兰黛	2.20
3	欧莱雅	1.40
4	海蓝之谜	1.20
5	SK-II	1.10
6	兰蔻	1.00
7	玉兰油	1.00
8	赫莲娜	0.88
9	花西子	0.87
10	自然堂	0.86
11	珀莱雅	0.83
12	欧诗漫	0.58
13	薇诺娜	0.58

注：浅底色表示国产品牌；

资料来源：商指针，光大证券研究所整理

老牌国货的焕新离不开长期的研发和技术积淀、核心成分支撑产品打爆。例如，老牌国货相宜本草、欧诗漫以及自然堂均有各自代表专利技术或成分。其中，相宜本草专注于中草药的开发、积累了 32 项发明专利，自 2010 年以来 12 年其专研红景天、先后在西藏建立了三个红景天种植基地，同时在红景天焕亮精华液等爆品上，其累计开展了超 290 项临床研究、近 4 万人参与到产品临床测试中；欧诗漫深耕珍珠研究，近十年来相继取得亚微米粉体技术、珍珠与护肤品的复配技术、珍珠多肽提纯技术，拥有发明专利 89 项，旗下拥有专利美白成分“珍白因 pro”；自然堂联合巨量引擎，以“了不起的中国成分”之名，发布专利成分超级酵母“喜默因”，破局海外酵母价格垄断。

图 45：相宜本草在西藏建立红景天种植基地及拥有红景天微囊包裹技术



资料来源：相宜本草官方网站

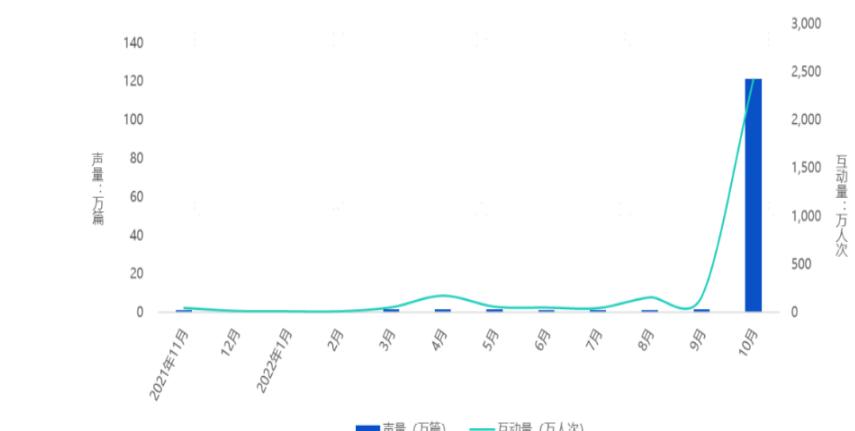
图 46：欧诗漫“珍白因 pro”以及自然堂“喜默因”拥有“了不起的中国成分”称号



资料来源：欧诗漫、自然堂官方公众号，光大证券研究所整理

此外在研发积淀下，传统国货丰富营销资源、占领消费者心智。以欧诗漫为例，其在 10 月的营销组合拳使品牌曝光力度加大。10 月 5 日，欧诗漫官宣任嘉伦为品牌代言人；10 月 10 日，在欧诗漫创始人登上《所有女生的 offer2》；10 月 26 日，在前期热度之下发布《慢慢来》短视频，欧诗漫以创始人口吻回顾欧诗漫的品牌故事，进一步发挥创始人的个人 IP 热度。根据魔镜数据，10 月微博、抖音以及小红书平台欧诗漫相关的文章达到 121 万篇、互动量达到 2424 万人次、远高于其余月份。

图 47：2021 年 11 月~2022 年 10 月微博、抖音、小红书平台欧诗漫舆情趋势



资料来源：魔镜市场情报

3.3.3、国货提价升级、布局高端，以技术带动产品革新

国货单品价格带上探、比肩国际品牌。精华和面霜类目通常搭载品牌核心技术、主打功效、满足消费者的高阶需求。以面霜品类为例，部分国货品牌面霜单品价格已与国际品牌接近。例如，国产品牌三式宝塔面霜、雏菊的天空白檀面霜、HBN 超 A 晚霜价格带均上探至 400 元左右，其产品定价已超出国际知名美妆品牌如欧莱雅、科颜氏的面霜价格。此外，国产品牌珀莱雅红宝石面霜、优时颜黑引力面霜价格带在 300 元左右，亦与欧莱雅面霜价格带接近。上述国货面霜单品定价均高于品牌平均销售价格，如三式品牌 10 月天猫平均销售均价为 237 元，其宝塔面霜定价为 468 元。国货品牌单品价格带上探与其核心技术以及差异化卖点有关，如雏菊的天空主打植物精油，其坚持原料自采、配方自研，不用任何工厂流水线配方，进而使其单品获得溢价。

图 48：国内与国际品牌代表面霜单品售价对比

国内品牌单品	售价（元）	国际品牌单品	售价（元）
三式宝塔面霜	468/50g	资生堂鲜润赋活透润霜	480/50g
雏菊的天空白檀面霜	438/50g	城野医生377美白淡斑面霜	420/50g
HBN超A晚霜	419/50g	Olay超红瓶面霜	389/50g
珀莱雅红宝石面霜	309/50g	科颜氏高保湿面霜	330/50g
优时颜黑引力面霜	290/50g	欧莱雅小蜜罐面霜	308/50g

图 49：2022 年 10 月天猫平台国货代表品牌销售均价及其面霜单品价格对比



资料来源：久谦数据，光大证券研究所整理

注：单价统计时间为 2022-11-18，售价考虑优惠活动等情况；

资料来源：各品牌天猫旗舰店，光大证券研究所整理

国货品牌通过技术驱动产品价格带上移。以瑷尔博士为例，早期品牌推出益生菌水乳、益生菌面膜等产品将微生态护肤概念推广出来。2021 年其推出抗初老方向的国家专利成分“益生菌发酵褐藻”，创新性地采取双菌二次发酵技术，目前旗下产品反重力水乳套装以及闪充精华均搭载褐藻专利技术，定价分别为 468 元、368 元，相较此前推出的益生菌水乳套装（198 元）以及前导精华（139 元）价格带实现上移。

图 50：瑷尔博士褐藻专利产品与目前畅销单品价格带对比



3.4、产品趋势：产品为王，功效先行

3.4.1、功效护肤赛道景气，增速快于护肤市场总体

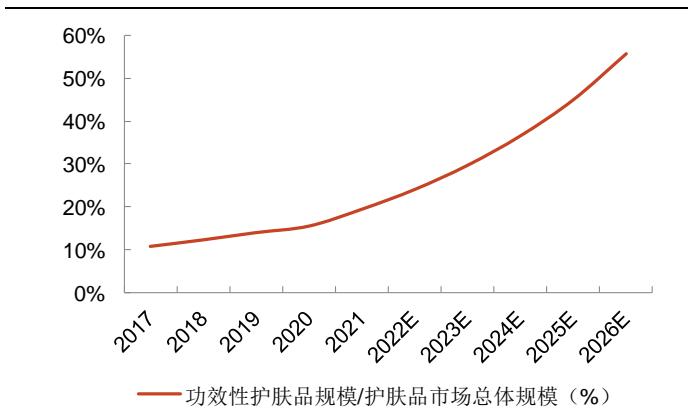
由于不健康生活方式、长时间暴露在电子设备的蓝光下、环境污染等影响，越来越多的消费者出现皮肤敏感、衰老以及过敏等肌肤状况。功能性护肤品采用温和的配方和活性成分，如透明质酸、胶原蛋白、植物提取物等，能够增强皮肤健康，通过高性能成分解决一系列肌肤状况，主要针对敏感肌、健康肌肤改善皮肤状态、医美术后修复的需求。

功效护肤赛道景气，增速快于护肤市场总体水平。根据 Frost&Sullivan，按零售额计，我国功能性护肤品 2017~2021 年规模的年复合增速为 29.76%，2021 年市场规模达到 567 亿元、功能性护肤品渗透率为 19.30%，预计 2027 年市场规模将达到 3097 亿元。我国功能性护肤品市场景气度高、增速亦高于护肤品市场总体，2021~2026 年功能性护肤品市场规模年复合增速为 32.60%、而护肤品市场总体增速为 7.31%，2026 年功能性护肤品的渗透率将达到 55.60%。

图 51：按零售额计 2017 年~2026E 我国功能性护肤品市场规模及同比增速



图 52：2017 年~2026E 功能性护肤品在护肤品市场中的渗透率



注：功能性护肤品规模数据来自 Frost&Sullivan，护肤品总体市场规模数据来自 Euromonitor；

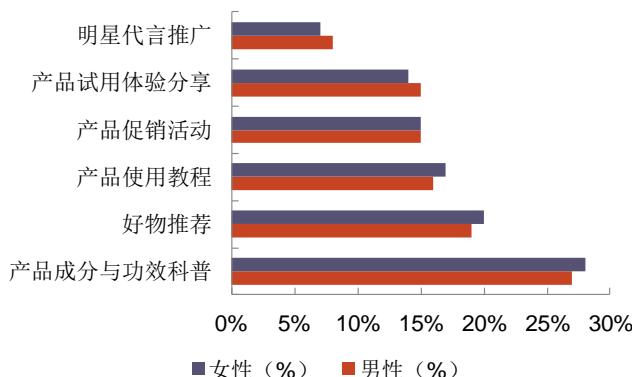
资料来源：巨子生物招股说明书、Frost&Sullivan 预测、Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

资料来源：巨子生物招股说明书、Frost&Sullivan 预测、Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

从需求端来看，“成分党”正在崛起，功能性护肤品市场受到欢迎。随着成分党 KOL 的兴起、护肤成分的科普率进一步提高，消费者的护肤理念逐渐成熟，其在选择产品时不单是简单相信品牌的广告宣传，而是会主动关注产品的功效成

分。根据艾瑞咨询统计，2020 年消费者关注的美妆护肤内容中，产品成分与功效科普最为关注、位列第 1 名，同时消费者选择功效性护肤品的主要原因亦集中在解决肌肤问题、寻求成分安全和成效明显这三个方向。

图 53：2020 年消费者关注的美妆护肤内容



注：艾瑞咨询于 2020 年 8 月网上调研获得，样本量为 3038 人

资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

图 54：2021 年消费者选择功效性护肤品主要原因排序

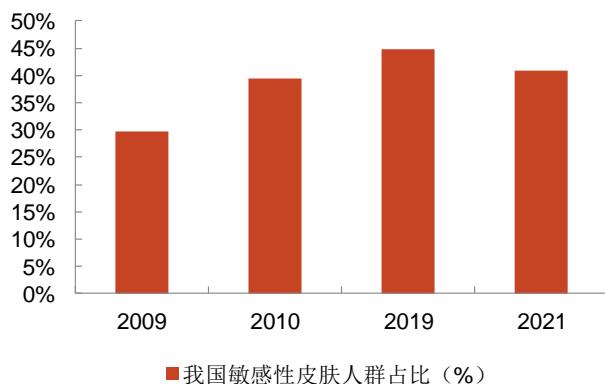


注：艾瑞咨询于 2021 年 9 月网上调研获得，样本量为 1000 人

资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

当前多种因素导致消费者皮肤问题增加，功效性护肤品关注度提升。根据百度指数，2015~2021 年“敏感肌”一词搜索热度由 200 左右上升至 600 左右。伴随着环境污染以及精神压力增加等因素，敏感肌发生率逐渐升高，根据《2022 中国敏感性皮肤护肤百科》，2021 年我国敏感性皮肤人群占比为 40.8%、相较于 2009 年提升 11.0PCT。随着敏感肌发生率的提高，消费者对敏感肌的关注度和认知亦在不断提升。根据《2022 年敏感性皮肤精细化护肤趋势白皮书》，过去敏感肌在护肤时侧重基础/保湿/维稳的功效以及高浓度单一成分，当下敏感肌更加侧重个性及细分化的功效、以及多个功效成分的精准协同。

图 55：我国敏感性皮肤人群逐年增加



资料来源：雅漾《2022 中国敏感性皮肤护肤百科》，光大证券研究所整理

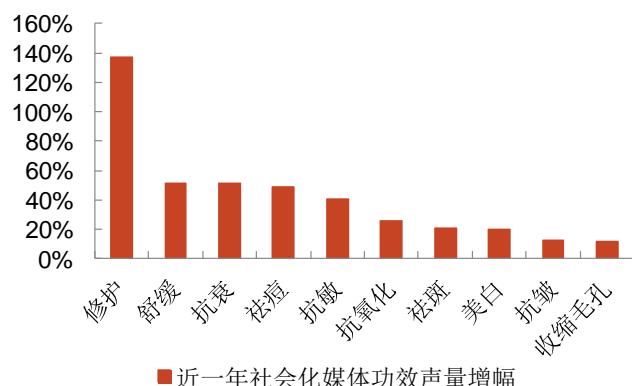
图 56：过去和现在敏感肌护肤需求对比



资料来源：薇诺娜《2022 年敏感性皮肤精细化护肤趋势白皮书》

功效性护肤品主要围绕修护舒缓、祛痘、抗衰以及祛斑美白四大功效赛道展开竞争。根据用户说了统计，2021 年社会化媒体功效声量中，修护、舒缓、抗衰增幅最快，同比分别增长 137.30%、51.30%、51.20%。根据美业颜究院统计，2019 年 10 月~2020 年 9 月期间，淘系平台中主打修护/舒缓/抗敏、抗衰、收缩毛孔、美白/祛斑、祛痘的市场规模分别为 421/302/168/138/71 亿元。

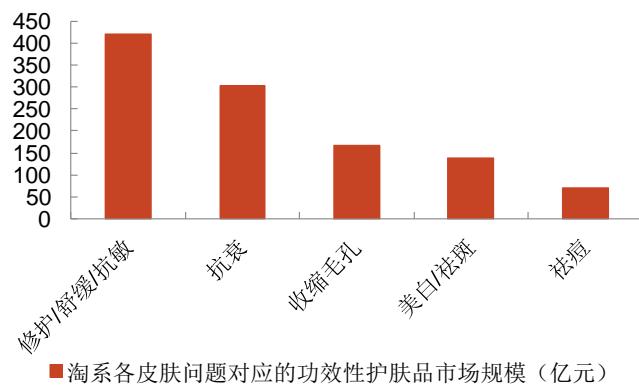
图 57：2020 年 11 月~2021 年 10 月社会化媒体功效声量增幅



注：统计时间为 2020.11~2021.10

资料来源：用户说了《2022 年功效护肤趋势报告》

图 58：淘系各皮肤问题对应的功能性护肤品市场规模



注：统计时间为 2019.10.1~2020.9.30

资料来源：美业颜究院，光大证券研究所整理

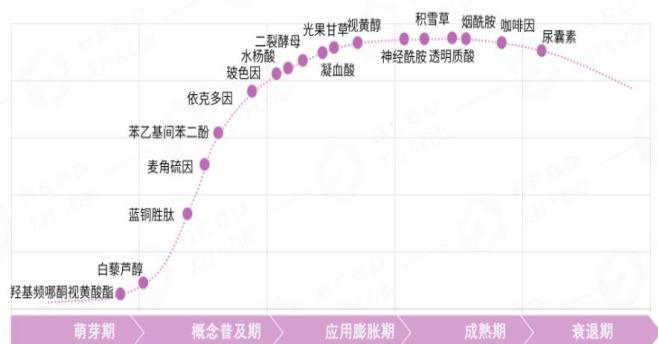
护肤品的产品功效主要取决于其中的活性成分及配方。根据美丽修行统计，2022 年位列功效成分榜单 TOP3 的成分为烟酰胺、透明质酸钠、维生素 E。从功效成分的生命周期来看，目前蓝铜胜肽、麦角硫因、依克多因等成分处于概念普及期、消费者认知仍有不足，而神经酰胺、积雪草、透明质酸、烟酰胺等成分已处于成熟期、被多数消费者熟知。根据美丽修行预测，2022 年潜力功效成分榜单中视黄醇、PCA 锌、虾青素位列 TOP3。

图 59：2022 年度功效成分榜单 TOP30

排名	成分	排名	成分	排名	成分
1	烟酰胺	11	玻色因	21	海藻糖
2	透明质酸钠	12	甘草酸二钾	22	乙酰基六肽-8
3	维生素E	13	生育酚乙酸酯	23	凝血酸
4	积雪草提取物	14	马齿苋提取物	24	维生素C
5	光果甘草提取物	15	牛油果树果脂	25	精氨酸
6	泛醇	16	二裂酵母发酵产物溶胞产物	26	茶叶提取物
7	神经酰胺NP	17	依克多因	27	β-葡聚糖
8	水杨酸	18	视黄醇	28	视黄醇棕榈酸酯
9	角鲨烷	19	霍霍巴籽油	29	红没药醇
10	尿囊素	20	寡肽-1	30	透明质酸

资料来源：美丽修行大数据《2022 爆款功效成分榜单及趋势预测》

图 60：2022 年功效成分生命周期曲线



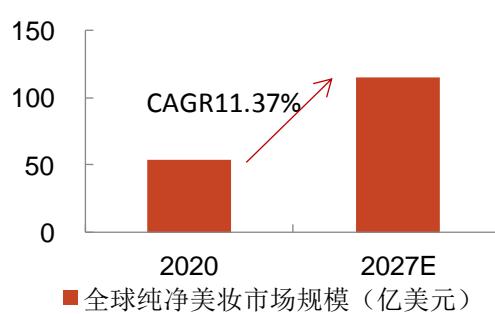
资料来源：美丽修行大数据《2022 爆款功效成分榜单及趋势预测》

3.4.2、纯净美妆概念兴起，安全、低刺激逐步成为共识

纯净美妆概念起源于欧美地区，以“无毒无害无残忍”为核心，旨在为消费者提供更安全、环保的纯净产品。随着肌肤敏感、口罩脸、皮肤状态不稳定等问题频发，消费者对健康、环保、安全的产品越来越看重，纯净美妆成为热门趋势。根据广东省化妆品学会发布的《化妆品纯净美妆通则》，纯净美妆要求原料不使用有潜在风险的物质作为化妆品的配方组分、以及生产中不得将有害物质带入化妆品，并要求配方成分公开透明，包材应均符合可循环利用或可生物降解的要求。

根据美业颜究院《2021 纯净美容趋势分析及预测》，2020 年全球纯净美妆市场规模约为 54.49 亿美元，预计 2020~2027 年年复合增速为 11.37%，2027 年市场规模将达到 115.60 亿美元。另外根据 WGSN x CBE《2022 关键趋势：亚洲纯净美妆的演变》，我国 90% 的消费者表示希望美妆产品符合可持续、卫生生产标准。

图 61：2020 年和 2027E 全球纯净美妆市场规模



资料来源：美业颜究院《2021 纯净美容趋势分析及预测》，光大证券研究所整理

图 62：我国消费者对纯净美妆的态度



90%的消费者希望美妆产品符合可持续、卫生生产标准

资料来源：WGSN x CBE《2022 关键趋势：亚洲纯净美妆的演变》，光大证券研究所整理

随着纯净美妆概念兴起，品牌商纷纷入局纯净美妆赛道，国内代表品牌包括花皙蔻、得意、馥碧诗、OnTop、素幸等。国外化妆品品牌亦通过收购或自建品牌入局纯净美妆赛道，例如，资生堂 2019 年以 8.45 亿美元收购新锐纯净护肤品醉象；联合利华 2020 年以 5 亿美元收购天然的高端护肤品牌 Tatcha，且早在五年前联合利华已收购高档有机化妆品品牌 REN；爱茉莉太平洋 2019 和 2020 年分别推出提倡纯净之美的温和护肤品牌“SOON+”和实用主义生活方式品牌“Enough Project”；芭比布朗创始人 2020 年推出新品牌 Jones Road Beauty，其是追求安全、纯净和高效的美妆品牌。另外国外龙头欧莱雅、雅诗兰黛亦作出纯净美妆承诺，其中欧莱雅承诺到 2030 年转向纯净和可持续美妆、95%的成分将来自可再生植物资源。

图 63：布局纯净美妆的品牌列举



资料来源：美业颜究院《2021 纯净美容趋势分析及预测》、各品牌官网，光大证券研究所整理

3.4.3、“早 C 晚 A”、“以油养肤”等护肤概念风靡，品牌抓住机遇顺风而上

消费者护肤意识走向成熟，各类护肤概念兴起。近年来“早 C 晚 A”、“以油养肤”、“刷酸”、“精简护肤”等护肤概念兴起，根据百度统计，2021 年上述护肤概念热度分别上升 41 倍、5 倍、4 倍、2 倍，且在小红书上，截至 2022 年

11月20日，上述护肤概念相关的笔记数量分别超过26万篇、21万篇、23万篇、26万篇。消费者护肤意识不断增强、对护肤品的选择亦趋于理性，成分、配方、功效成为影响他们购买决策的重要因素。

图64：护肤新概念变化趋势



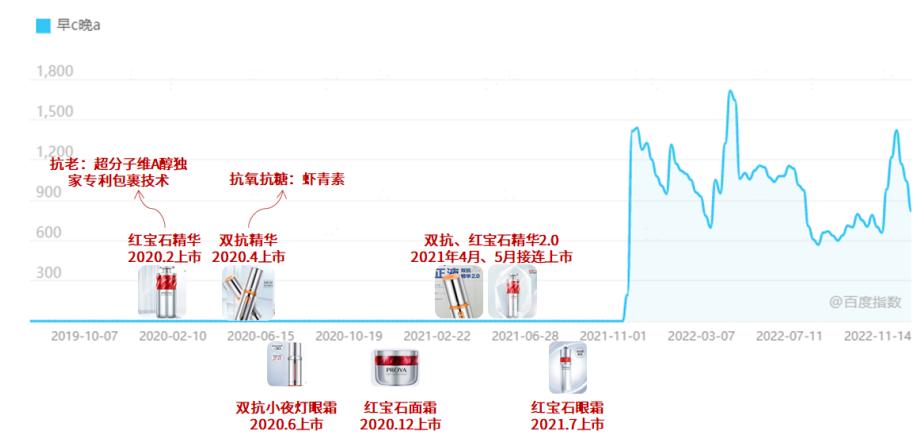
注：统计时间为2021年1月至2021年12月；

资料来源：《2021百度护肤行业报告》

国货品牌通过精准抓住护肤新概念趋势、提前布局，实现品牌破圈。如珀莱雅作为国产美妆代表品牌抓住“早 C 晚 A”护肤趋势、成功突围。2020 年在“早 C 晚 A”概念还未大面积流行起来时，珀莱雅在当年 2 月以及 4 月分别推出红宝石和双抗精华，其中红宝石精华主打抗老、核心成分为维 A 醇，双抗精华主打抗氧抗糖、核心成分为虾青素。此外，珀莱雅对红宝石和双抗系列作出延伸、推出眼霜、面霜等大单品，并在 2021 年 4 月和 5 月推出两款精华的 2.0 版本，对配方、肤感等作出升级。在大单品推出之后，珀莱雅联合 KOL 进行种草，并注重内容营销，持续放大产品声量。

根据萝卜投资，在 2020 年上半年推出两款精华、以及 2021 年上半年两款精华升级之后，当年 6 月、11 月大促月份，珀莱雅淘系面部精华类目销售额同比均实现翻倍增长。根据百度指数，“早 C 晚 A”概念在 2021 年 11 月之后热度高涨，珀莱雅较早踩准风口、作出布局，占领消费者心智、实现品牌破圈。

图65：2019年至今“早 C 晚 A”在百度平台的搜索热度以及珀莱雅相应单品布局时间



资料来源：百度指数、珀莱雅官方微博官方账号，光大证券研究所整理

此外，在“以油养肤”护肤概念中亦不乏国产品的身影。如 PMPM 玫瑰精华油、林清轩山茶花润肤油、雏菊的天空翡冷翠修护精华油，目前其产品月销量均上万瓶，主打功效集中在舒缓修护方向。根据未来迹，今年“618”大促，天猫面部精华油预售前 20 名榜单中有 11 个国货品牌、且绝大部分为新锐国货，包

括兰、雏菊的天空、林清轩、夸迪、PMPM、逐本、阿芙等，亦显示在护肤新趋势出现时，国产品牌善于抓住机遇、打造爆品，直面与国际品牌的竞争。

图 66：2020 年 1 月~2022 年 10 月珀莱雅淘系面部精华产品销售
额单月同比增速



资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

图 67：天猫“以油养肤”热销国货单品基本属性分析

品牌	单品	功效	核心成分	定价 (元)	月销量
PMPM	玫瑰精华油	舒缓修护、抗初老	洋蔷薇花提取物	209/30ml	2万+
林清轩	山茶花润肤油	保湿修护	山茶籽油	739/30ml	1万+
雏菊的天空	翡翠冷翠修护精华油	滋养、舒缓修护	母菊花油、白春黄菊花油	348/30ml	1万+
chillmore	角鲨烷香氛身体精华油	保湿屏障修护	角鲨烷、霍霍巴籽油	199/120ml	9000+
兰	琉璃修护精萃油	舒缓修护	琉璃苣籽油、具五叶松籽油	298/30ml	3000+
Monster Code	蓝铜胜肽夜间修护精华油	舒缓修护	角鲨烷	179/30ml	3000+
逐本	空山植萃舒缓按摩身体油	保湿淡纹	挪威云杉叶、薰衣草	179/100ml	800+

注：单价统计时间为 2022-11-19，售价考虑优惠活动等情况；

资料来源：言安堂研究院、各品牌天猫旗舰店，光大证券研究所整理

3.4.4、“防晒+”概念热度抬升，防晒消费需求进阶

根据 Euromonitor，2021 年我国防晒市场规模为 167.14 亿元，2016~2021 年年复合增速为 12.45%，预计 2021~2026 年年复合增速为 9.59%。我国防晒市场品牌集中度呈下降趋势，2021 年品牌份额的 CR5、CR10 分别为 28.7%、45.5%，相较 2016 年分别下降 8.0 PCT、4.0PCT，目前头部品牌仍以国际品牌为主，2021 年安热沙、曼秀雷敦、碧柔市场份额位列前 3 名，前十大品牌中国产品牌薇诺娜及美肤宝上榜。

图 68：按零售额计 2007 年~2026E 我国防晒市场规模及同比增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 69：2016 和 2021 年我国防晒市场品牌份额变化 (%)

排名	品牌	2016	品牌	2021
1	安热沙	15.7	安热沙	6.4
2	曼秀雷敦	8.5	曼秀雷敦	6.1
3	碧柔	4.9	碧柔	5.8
4	美肤宝	4.2	蜜丝婷	5.4
5	玫琳凯	3.4	资生堂	5.0
6	巴黎欧莱雅	2.8	巴黎欧莱雅	4.7
7	资生堂	2.8	薇诺娜	3.6
8	欧珀莱	2.4	美肤宝	3.2
9	兰蔻	2.4	怡思丁	2.7
10	DHC	2.4	兰蔻	2.6
集中度	CR5	36.7	CR5	28.7
	CR10	49.5	CR10	45.5

注：上图中为按零售额计的品牌份额，浅底色表示国产品牌；

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

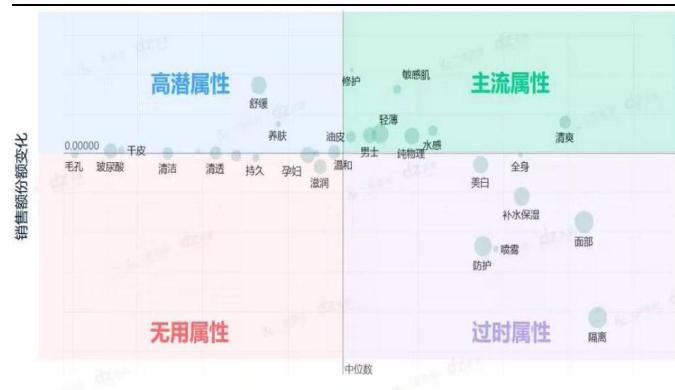
“防晒+”概念热度抬升，防晒消费需求进阶。当前防晒产品的消费人群更加细分，不同人群对防晒霜的要求不同，儿童防晒、孕妇防晒、男士防晒等满足多种人群的专用防晒霜涌现，根据一面数据，儿童防晒销售额增速较快。此外，消费者更加注重防晒产品的附加功效、“防晒+”概念兴起，防晒霜开始具备养肤、提亮、滋润、舒缓等多重功效。从产品属性来看，敏感肌、修护、清爽、清薄水感为防晒主流属性，舒缓、养肤、玻尿酸为高潜力属性，而喷雾、隔离等属性逐渐过时。

图 70：按人群划分防晒销售额同比增速



注：统计 2021 年 7 月~2022 年 6 月线上各平台销售数据
资料来源：一面数据

图 71：防晒品类属性矩阵



注：统计 2021 年 6 月~2022 年 5 月天猫销售数据
资料来源：一面数据

3.4.5、美护发产品需求提升，市场成长潜力充足

随着生活压力提升、频繁染发、烫发等，消费者发质受到损害。根据巨量引擎，社交媒体上关于“防脱发”、“头发稀少”以及“头发毛躁”等关键词的搜索量 2022 年 10 月分别同比增长 470%、197%、101%。伴随着消费升级以及美妆品类日益细分化，传统的基础洗护产品已无法满足消费者需求。根据丝芙兰调研数据，91% 的受访者表示头部皮肤是脸部皮肤的延伸、头部护理与面部护肤同等重要，与此同时为了提升头发与头皮护理的效果，大多数受访者更愿意选择沙龙级产品，也乐于尝试有认知度的高端护肤品牌推出的头皮护理类产品。

图 72：消费者对头发/头型护理的态度



注：样本量为 2511 人
资料来源：《美力引领未来——2022 丝芙兰中国高端美妆白皮书》

图 73：2022 年 10 月社交媒体上头发相关的关键词搜索量同比变化

防脱发 +470%

头发稀少 +197%

头发毛躁 +101%

资料来源：巨量引擎、《美力引领未来——2022 丝芙兰中国高端美妆白皮书》

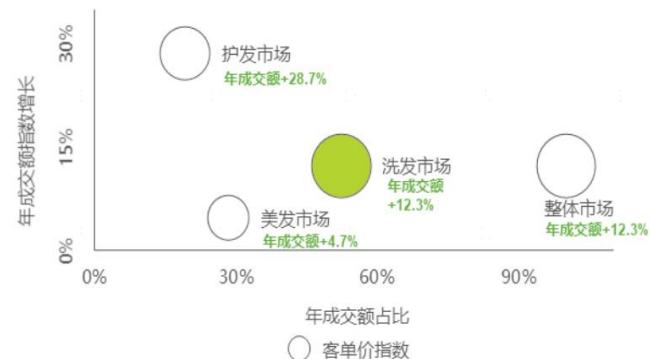
我国美护发市场成交额增速较快、未来前景广阔。根据艾瑞咨询，2021 年我国美护发市场整体年成交额同比增长 12.3%，从细分市场来看，护发市场增速最快、成交额同比增长 28.7%，洗发市场、美发市场成交额分别同比增长 12.3%、4.7%。展望来看，洗发市场中，“颅顶蓬松”、“防脱生发”、“高奢洗护”等趋势增长较好；护发市场中，消费者的诉求正在向全链路、细分化方向发展，从头皮、发根到发梢、发色的护理均重要，其中“头皮护理”增速较快；美发市场中，染发追求安全、优化体验、发色自由、染护一体、打造蓬松感及增发量为未来趋势。

图 74：2021 年我国美护发整体月成交额指数变化趋势



资料来源：艾瑞咨询《2022 年美护发行业线上趋势报告》

图 75：2021 年我国美护发细分市场年成交额同比增速

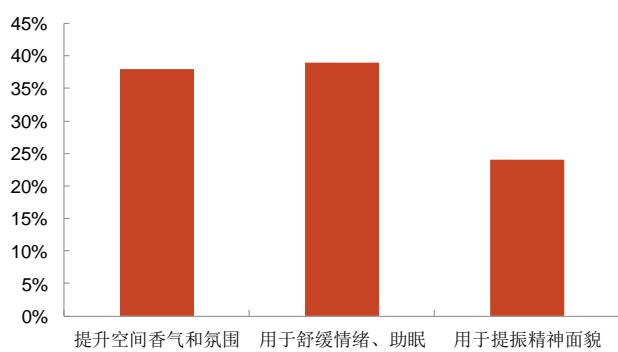


资料来源：艾瑞咨询《2022 年美护发行业线上趋势报告》

3.4.6、香氛品类应用场景多元，国货加速崛起、未来前景广阔

香氛品类具有调节心情等功能，应用场景多元、市场快速发展。近年来在疫情影响下，消费者居家时间增长，叠加生活及工作压力，越来越多的消费者开始使用香氛来帮助调整心情，进而带动香氛品类快速发展。根据久谦数据，2021 年天猫家居香氛类目销售额累计同比增长 57.32%。根据巨量引擎，社交媒体上关于香水、家居香氛的搜索量 2022 年 10 月分别同比增长 254%、600%。另外丝芙兰调研显示，38% 的消费者利用香氛提升空间香气与氛围，39% 的消费者习惯把香氛放在床边、用于舒缓情绪与助眠，24% 的消费者会使用香水提升自信，在社交中给对方留下好印象。

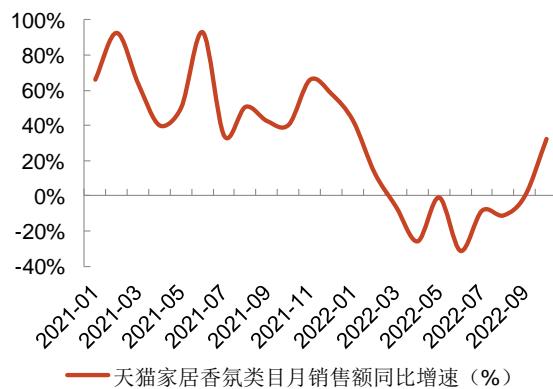
图 76：消费者使用香氛的场景



注：样本量为 1857 人

资料来源：《美力引领未来——2022 丝芙兰中国高端美妆白皮书》

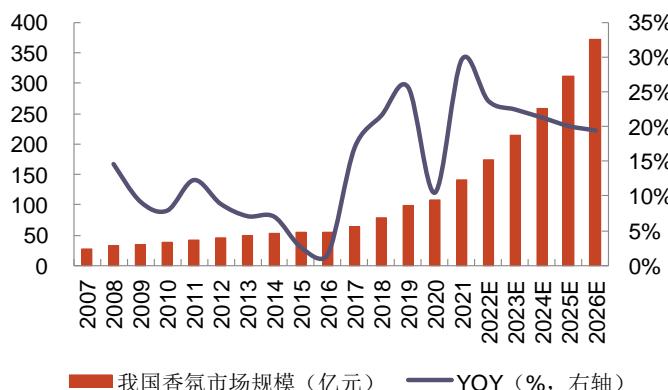
图 77：2021 年 1 月~2022 年 10 月天猫家居香氛类目月销售额同比增速



资料来源：久谦数据，光大证券研究所整理

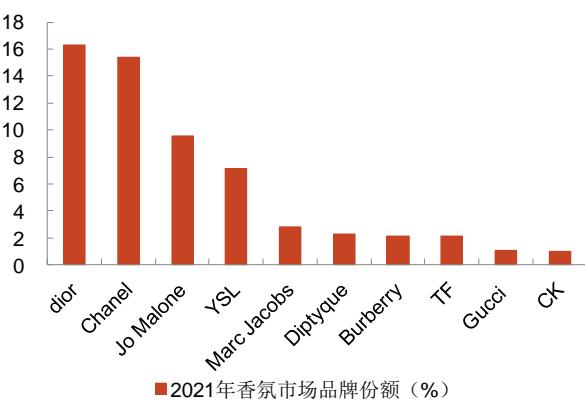
香氛市场前景广阔，国货品牌加速崛起。根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年我国香氛市场规模为 140.93 亿元，2016~2021 年年复合增速为 20.68%，其预计 2021~2026 年年复合增速为 21.38%。当前我国香氛市场中国际龙头仍占据主导地位，2021 年迪奥、香奈儿、祖马龙市占率位列前三名，分别为 16.3%、15.4%、9.6%。但国产品牌亦在加速崛起，如冰希黎、观夏、气味图书馆、野兽青年等，据春雷社统计，在投融资领域，RE 调查室、Scentooze 三兔、御梵、普拉斯兔等新锐香氛品牌亦纷纷完成千万元级别的天使轮或 Pre-A 轮融资。

图 78：按零售额计，2007 年~2026E 我国香氛市场规模及增速



资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所整理

图 79：按零售额计，2021 年我国香氛市场份额



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

3.5、研发趋势：核心壁垒，保驾护航

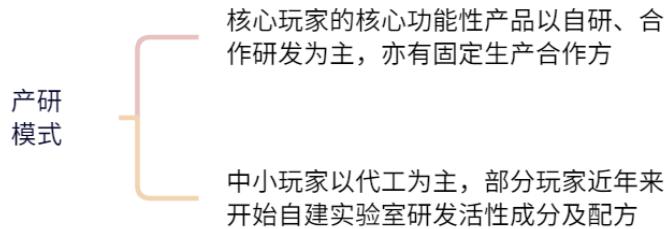
随着监管趋严、消费者在护肤上的心智逐渐成熟，核心成分/配方会在市场同质化竞争中起到越来越关键的作用。梳理来看，目前市场上畅销的功效性护肤品均有其主打的成分或配方作为卖点，品牌商一般多通过自主研究或与上游的原料厂商合作共创核心成分或配方。例如，珀莱雅与西班牙原料厂商胜肽世家“Lipottrue”合作、复配 20% 的双效六胜肽-1，打造了明星单品红宝石精华，目前“20%的六胜肽”也成为红宝石精华深刻的记忆点之一，亦成为 KOL 种草的主要方向；薇诺娜在云南特色植物研究上建立了护城河，旗下明星单品特护霜的核心成分为马齿苋精粹和青刺果油；Olay 第 2 代淡斑小白瓶应用了其自主研发的专利淡斑配方“烟酰胺+SDL 色淡林”。

图 80：市场上畅销的功效性护肤品的成分/配方

品牌	明星单品	主打成分/配方	成分/配方来源：自研专利/与上游厂商合作
PROYA 珀莱雅		20% 双效六胜肽-1	与西班牙原料厂商胜肽世家“Lipottrue”合作
WINONA 薇诺娜		马齿苋精粹、青刺果油	自主研发的专利成分、专注云南特色植物研究
夸迪		5D 玻尿酸	华熙生物专利成分、透明质酸原料龙头
HR HELENA RUBINSTEIN		30% 玻色因溶液	欧莱雅专利抗衰成分
SK-II		90% Pitera	SK-II 专利成分
Olay		烟酰胺+SDL 色淡林	Olay 专利淡斑配方

资料来源：各品牌官网，光大证券研究所整理

图 81：化妆品公司产研模式



资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所整理

自新规实施以来，国内化妆品行业对新原料成分、配方的研发更加重视。根据《未来之选 Future Beauty》统计，随着 2021 年 5 月 1 日化妆品新原料注册备案系统在国家药监局网上办事大厅开通，截至 2022 年 9 月 16 日，已经有 36 款新原料通过了备案，其中国内企业申请的新原料超过半数。此外，国内品牌商正在逐渐加强对基础研究的重视、搭建完整的产品研发体系。以珀莱雅、贝泰妮为例，2021 年之前珀莱雅的研发部门包含配方开发、产品评估、理化分析等部门、缺少基础研究部门，2021 年珀莱雅成立了国际科学研究院，下设功效原料研发部、皮肤生物学部门，并聘请了法国国家科学院生物学博士后，进一步强化功效性原料研

究；贝泰妮研究院则设有基础研究部和原料部，其将原料分为三个方向，分别是自主研发特色植物原料、与外部机构合作定制化原料、现有原料供应商的原料筛选。

图 82：珀莱雅 2021 年针对基础研究新成立国际科学研究院



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 83：贝泰妮研发组织架构

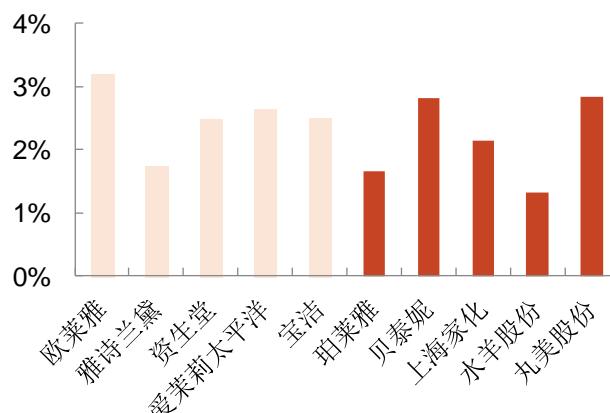


资料来源：贝泰妮官网、聚美丽，光大证券研究所整理

化妆品的研发包括基础研究与产品开发，开拓新成分主要依赖于基础研究能力。与产品开发相比，基础研究的技术及资金壁垒较高、开发难度较大，通常只有资金实力较强的大体量公司才具备基础研究实力。从化妆品产研模式来看，根据艾瑞咨询，一般核心企业的核心功能性产品以自研、合作研发为主，同时有固定的生产合作方，而中小企业往往以代工为主、但近年来开始自建实验室研发活性成分及配方。代工方式虽然可以迅速丰富产品品类，但品牌方难以构建自身的研发壁垒。

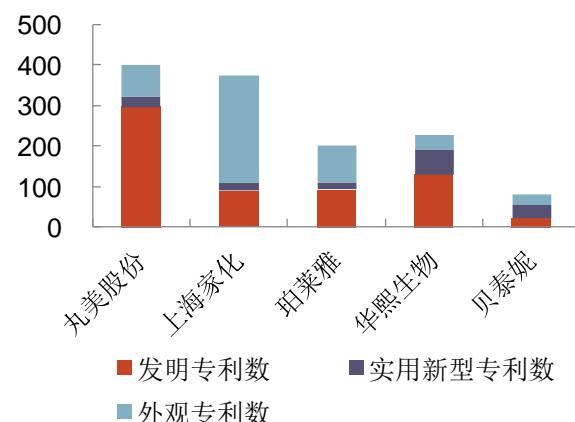
与国际美妆龙头相比，国内美妆公司由于起步晚，基础研究相对薄弱。平均来看国际美妆龙头研发费用率位于 2~3% 左右，国内美妆公司研发费用率在 1~2% 左右，部分公司如贝泰妮、丸美股份研发费用率接近 3%。国内美妆公司研发专利数量与国际美妆龙头相比亦存在差距，根据前瞻研究院统计，截至 2022 年 4 月欧莱雅在护肤品行业的专利数量为 2071 项、宝洁、LG 生活健康均接近 1000 项，而国内美妆公司如丸美股份、上海家化、珀莱雅截至 2021 年年末的专利数量分别为 402、374、201 项。从专利申请人的集中度来看，2011 年以来全球化妆品专利申请人 CR10 不断下降，由 2011 年的 8.68% 下降至 2021 年的 2.90%，显示龙头企业的垄断地位受到挑战，新兴企业的机会在增加。

图 84：国内外化妆品公司研发费用率对比



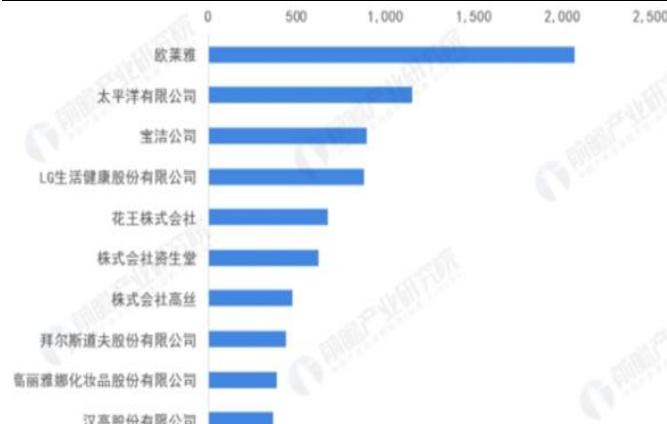
注：国际化妆品公司均为最新财年数据；国内化妆品公司均为 2021 年数据；
资料来源：Wind、Bloomberg，光大证券研究所整理

图 85：国内化妆品公司专利数量



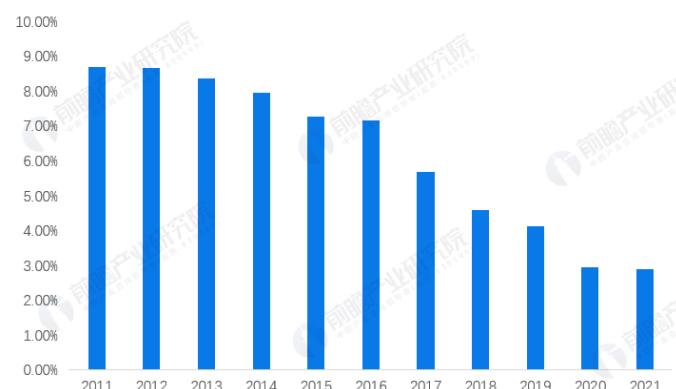
注：珀莱雅、贝泰妮、上海家化为截至 2021 年 12 月末数据；丸美股份、华熙生物为截至 2022 年 6 月末数据；
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 86：截至 2022 年 4 月全球护肤品行业专利申请数量 TOP10 申请人（项）



资料来源：前瞻产业研究院

图 87：2011~2021 年全球化妆品专利申请人 CR10 集中度



资料来源：前瞻产业研究院

国际美妆龙头在标志性成分的打造上走在前列。例如，欧莱雅集团的玻色因、SK-II 的 Pitera、资生堂的 4MSK 等均是作为标志性成分被消费者熟知。国内公司亦在跟随国际美妆龙头的脚步，自主研发原料、申请独家专利，并不断深耕，以此来夯实品牌的产品力。目前部分国内公司已初露锋芒，打造出独家成分。以至本为例，其实验室研发人员在英国药理学杂志上发表了关于天然类维 A 活性成分的论文，实验证明该成分活性优于维 A 酸，同时兼具低刺激性、抗炎症、抗氧化、抑制酪氨酸酶等多种功效的特点，该项研究已提交了专利申请，未来将应用于至本抗老功效护理系列。

图 88：国内与国际美妆品牌标志性专利成分列举

国际品牌	标志性专利成分	国内品牌	标志性专利成分
欧莱雅	玻色因	薇诺娜	马齿苋精粹
宝洁	Pitera	瑷尔博士	褐藻提取物
资生堂	4MSK	可丽金	Human-Like重组胶原蛋白
雅诗兰黛	二裂酵母发酵产物溶胞物	韩束	Tiracle
海蓝之谜	神奇活性精粹	丸美	重组双胶原蛋白

资料来源：聚美丽，光大证券研究所整理

图 89：至本品牌天然维 A 活性成分在英国药理学杂志发表的论文

新一代

视黄醇 RAR-γ受体激动剂

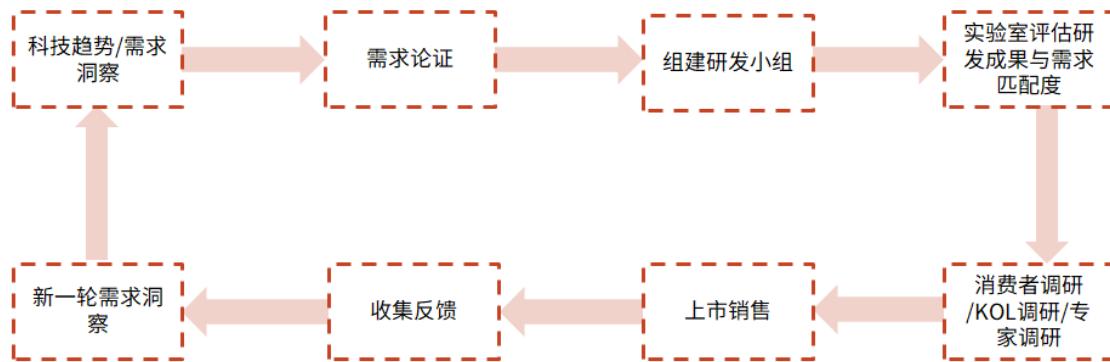
—— Neotinoid® 纽缇诺™（鸢尾苷元）

维 A 酸类及衍生物一直以来是皮肤医学界广泛认可的抗老标杆活性物质，但因其难以避免的皮肤刺激性而限制在护肤品中的应用。至本实验室历时两年，在 VA 项目获得创新突破研究成果，从植物分子库中筛选出天然类 VA 活性成分—Neotinoid® 纽缇诺™（鸢尾苷元），Neotinoid® 对维 A 酸核心起效受体“RAR-γ型”有更高结合活性，**实验证明其结合活性优于维 A 酸！同时兼具低刺激性、抗炎症、抗氧化、抑制酪氨酸酶等多种功效特点。**

资料来源：至本小红书官方账号

此外，有效性的研发体系需要通过消费者洞察反哺产品开发。以珀莱雅为例，其研发路径为：先从各个电商平台上抓取数据、洞察需求；再进行需求论证、组建研发小组，同时珀莱雅专门设置了岗位对接研发与营销人员的需求，使双方形成合力、评估研发成果与需求的匹配度；在产品开发完成后，珀莱雅会进行受众调研，再根据上市后的销售反馈进行新一轮洞察、为明星单品的迭代升级提供方向。

图 90：珀莱雅研发体系

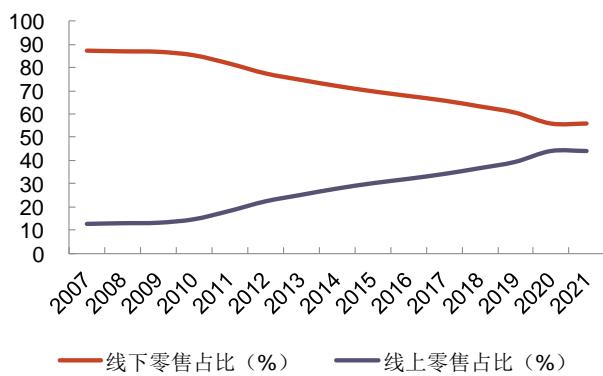


资料来源：聚美丽，光大证券研究所整理

3.6、渠道趋势：线上主导，抖音高增

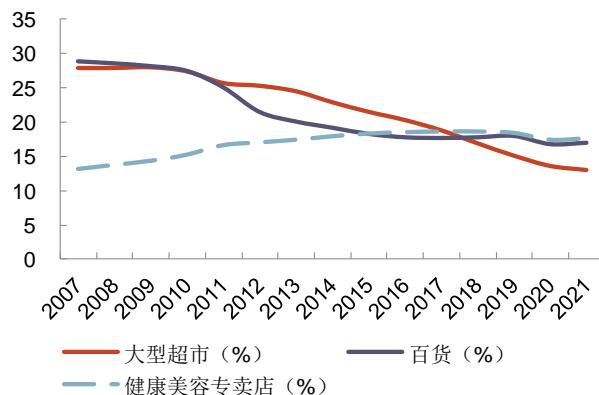
化妆品线上渠道占比逐渐提升，线下百货、超市等占比下降。根据 Euromonitor，按零售额计，2021 年我国化妆品市场线上渠道占比为 43.90%、相较于 2007 年提升 31.40PCT，线下渠道占比则下降至 56.00%。线下渠道中大型超市、百货占比呈下降趋势，2021 年占比分别为 13.00%、17.00%，相较于 2007 年分别下降 14.90、11.90PCT；线下健康美容专卖店占比呈提升趋势，2021 年占比为 17.70%、相较 2007 年提升 4.50PCT。总体来看，化妆品线上渠道在直播电商快速发展、传统电商日趋完善的背景下快速增长，而线下渠道自 2020 年以来受到疫情冲击总体规模有所收缩。

图 91：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线上和线下渠道占比



资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

图 92：按零售额计 2007~2021 年我国化妆品行业线下各渠道占比

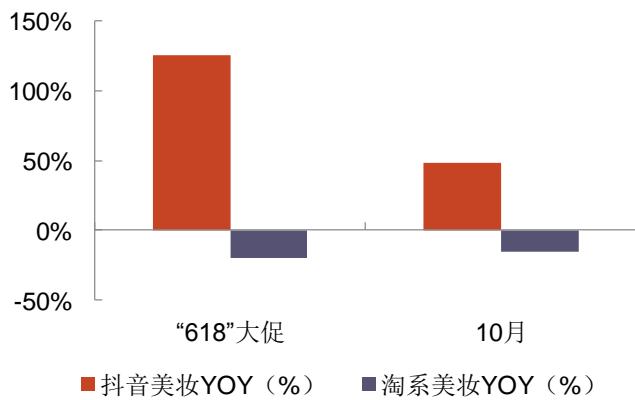


注：健康美容专卖店包括美容专卖店、医院、连锁药店等

资料来源：Euromonitor，光大证券研究所整理

线上渠道中抖音美妆强势增长，淘系美妆总体承压。2022 年以来淘系美妆销售额增速呈放缓趋势，1~10 月销售额累计同比下滑 12.12%。今年“618”大促期间，根据星图数据，全网美妆销售额（天猫+京东+拼多多）同比下降 19.92%，而抖音美妆呈逆势增长，根据飞瓜数据，抖音美妆在“618”大促期间销售额同比增长 126%。再从 2022 年 10 月非大促月表现来看，淘系与抖音平台美妆类目销售额表现亦有明显分化，分别同比-15.54%、+48.47%。

图 93：2022 年淘系与抖音平台销售额同比增速对比



注：淘系美妆“618”大促增速用星图数据统计的天猫、京东、拼多多三个平台数据合计表示

资料来源：星图数据、飞瓜数据、萝卜投资，光大证券研究所整理

图 94：2021 年 1 月~2022 年 10 月淘系美妆销售额同比增速



资料来源：萝卜投资，光大证券研究所整理

抖音平台中国产品牌暂时领先，国际品牌正在发力。根据飞瓜数据，2022 年上半年抖音美妆类目 TOP20 品牌 GMV 合计为 93.13 亿元，国产、国际品牌上榜数量分别为 11、9 个，GMV 分别为 47.67、45.46 亿元、国产品牌 GMV 略微领先。其中，国际品牌雅诗兰黛以 9.62 亿元的 GMV 位居第一名，国产品牌花西子、肌先知、珀莱雅分别位列第 2、3、5 名，GMV 分别为 7.40、7.07、5.55 亿元。从 2022 年 1~6 月各月抖音美妆类目榜单来看，1~4 月上榜的国产品牌数量逐月递减、由 13 个减少至 10 个，外资品牌上榜数量则有所增加，6 月国产和外资品牌平分秋色、上榜数量均为 10 个。

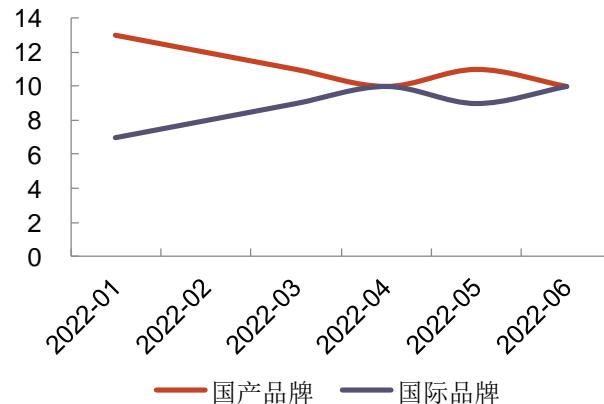
图 95：2022 年上半年抖音美妆类目合计 GMV 位列前 20 名的品牌

排名	品牌	GMV（亿元）	排名	品牌	GMV（亿元）
1	雅诗兰黛	9.62	11	ulike	4.09
2	花西子	7.40	12	肌活	3.54
3	肌先知	7.07	13	海蓝之谜	3.51
4	后	6.39	14	韩束	3.41
5	珀莱雅	5.55	15	FV	3.27
6	SK-II	5.39	16	雪花秀	3.24
7	欧莱雅	4.98	17	OLAY	3.12
8	雅萌	4.92	18	珂莱妮	3.08
9	欧诗漫	4.36	19	自然堂	2.95
10	兰蔻	4.29	20	银泰	2.95

注：浅底色表示国产品牌；

资料来源：化妆品观察、飞瓜数据，光大证券研究所整理

图 96：2022 年上半年抖音美妆类目单月 GMV 位列前 20 名的品牌中国产与国际品牌上榜数量



资料来源：化妆品观察、飞瓜数据，光大证券研究所整理

抖音平台中品牌商注重加大自播力度，减少对达人依赖。根据飞瓜数据，2022 年 9 月抖音美妆品牌自播号销售额相较 1 月增长 604%，美妆品牌自播号凭借专业的品牌背书和严格的渠道、质量及售后流程把控，更易获得消费者信赖。美妆品牌一般在抖音平台中设有多个官方自播账号、围绕主账号建立账号矩阵。以珀莱雅为例，截至 2022 年 6 月末，珀莱雅抖音自播和达播的销售占比为 6:4。目前珀莱雅在抖音设有 7 个账号，其中“珀莱雅官方旗舰店”粉丝数量最多、达 478 万，其余账号粉丝量均在 100 万以下。珀莱雅最初在抖音以销售套盒为主，为了更加针对性地推广大单品，珀莱雅自 2021 年下半年开始建立了大单品账号“珀莱雅旗舰店”、与第一大账号形成区分。

图 97：珀莱雅、花西子、自然堂抖音自播账号列举



资料来源：抖音，光大证券研究所整理

图 98：2022 年 9 月抖音美妆垂类播主的销售额占比及增幅



资料来源：飞瓜数据

4、投资建议

从 10 月社零数据和“双十一”大促表现来看，虽然总体化妆品需求局面亦偏弱，但品牌层面仍有尖子生跑赢行业大盘，部分国产品牌如珀莱雅等表现亮眼。

从前述年度策略来看，近年来化妆品行业监管日趋完善、走向规范化发展，行业总体维持稳健增长，部分子行业如皮肤学级护肤品、香水、彩妆等规模相对较小、未来景气度较高。对于品牌而言，产品为立身之本、研发为核心壁垒，国货品牌正在积极突围、直面与国际品牌的竞争。部分老牌国货在长期研发积累下推出爆品、再次破圈，通过技术驱动产品革新、打造差异化卖点，实现提价升级。随着消费者护肤心智趋于成熟，“早 C 晚 A”、“以油养肤”等护肤概念风靡，能够

抓住新兴概念的国货有望顺风而上，如珀莱雅踩中“早 C 晚 A”风口，提前进行大单品布局、占领消费者心智，现已形成较为完善的大单品矩阵。此外，消费升级下，细分赛道如防晒、美护发、香氛品类需求更加多元，对应有布局的品牌商成长潜力可期。渠道端，抖音平台增长强势，积极布局抖音、自播占比较高的品牌商有望抓住平台红利、验证自身运营能力，放大品牌声量。

投资标的方面，我们维持前期观点，继续推荐积极提升产品力、运营能力强、已形成多个大单品系列、经营质量向好、多品类及多品牌战略布局清晰的**珀莱雅**，业绩高增长、细分龙头地位稳固、积极拓展新品类和功效、多品牌布局发力的**敏感肌护肤龙头贝泰妮**，另外推荐疫情影响的利空消化、短期销售日渐复苏、长期受益于行业监管趋严和研发合规导向的老牌国货集团**上海家化**。

5、重点推荐公司

5.1、珀莱雅 (603605.SH)

公司为国产化妆品品牌代表，旗下拥有珀莱雅、悦芙媞、彩棠、INSBAHA、CORRECTORS 等品牌，覆盖护肤、彩妆、高功效护肤等美妆领域。2022 年前三季度公司实现营业收入 39.62 亿元、同比增长 31.53%，归母净利润 4.95 亿元、同比增长 35.96%，扣非净利润 4.77 亿元、同比增长 33.84%。分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比增长 38.53%、35.50%、22.07%，归母净利润分别同比增长 44.16%、19.20%、43.55%。

分渠道来看：前三季度线上、线下收入分别为 34.76 亿元、4.67 亿元，线上占比（占主营业务收入比例，下同）为 88%、同比提升 6PCT，线上、线下收入分别同比+41.48%、-14.28%。其中，线上直营、分销收入占总收入的比重分别约为 65%、23%，收入分别同比增长约 50%、15%，22Q3 分别同比增长超 35%、超 10%。

分品牌来看：公司主品牌珀莱雅收入占比超 80%、收入同比增长超 30%；彩棠品牌实现收入超 3.4 亿元（推算占总收入的比重超过 8.6%）、收入同比增长超 110%。

分品类来看：护肤类（含洁肤）、彩妆类收入占比分别约为 87%、13%，收入分别同比增长超 30%、超 20%。

“双十一”大促期间公司交出优异答卷，旗下品牌表现亮眼、凸显产品力与品牌力。其中主品牌珀莱雅天猫、抖音、京东成交额同比增 120%+、120%+、110%+；彩棠天猫、抖音成交额同比增 80%+、380%+；悦芙媞天猫、抖音成交额同比增 520%、130%。此外，按成交额排名，主品牌珀莱雅在天猫平台美妆类目中今年进入前十名榜单、位列天猫美妆第 5 名以及天猫国货美妆第 1 名。

长期我们继续看好公司作为国产美妆代表品牌继续夯实产品、深化研发，多品类、多品牌持续发力。年内公司将积极向股权激励目标迈进，公司预计 2022 年收入和归母净利润增速均不低于 25%、利润增速高于收入增速。我们维持公司 22~24 年盈利预测，按最新股本计算，对应 22~24 年 EPS 分别为 2.61、3.28、4.08 元，22、23 年 PE 分别为 65 倍、52 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端消费疲软；渠道拓展、营销投放效果、新品推出效果不及预期；小品牌培育效果不及预期；对行业趋势变化把握不当；费用控制不当。

表 2：珀莱雅盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,752	4,633	5,899	7,331	8,957
营业收入增长率	20.13%	23.47%	27.31%	24.29%	22.18%
净利润（百万元）	476	576	741	931	1,157
净利润增长率	21.22%	21.03%	28.54%	25.66%	24.34%
EPS（元）	2.37	2.87	2.61	3.28	4.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.90%	20.03%	21.50%	22.47%	23.12%
P/E	72	59	65	52	42
P/B	14.3	11.8	13.9	11.6	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

5.2、贝泰妮（300957.SZ）

公司是以“薇诺娜”品牌为核心，专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品，重点针对敏感性肌肤，在产品销售渠道上与互联网深度融合的专业化妆品生产企业。公司以线上销售为主导，2022 年上半年线上收入占比为 80%、线下占比为 20%。线上渠道中自建平台、第三方平台上半年收入占比分别为 8%、72%。自有品牌商品中，上半年护肤品类、医疗器械、彩妆收入占比分别为 90%、9%、1%。

2022 年前三季度公司实现营业收入 28.95 亿元、同比增长 37.05%，归母净利润 5.17 亿元、同比增长 45.62%，扣非净利润 4.51 亿元、同比增长 35.48%。分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比+59.32%、+37.26%、+20.65%，归母净利润分别同比+85.74%、+33.60%、+35.49%。在行业销售淡季、疫情反复以及消费需求疲弱的大背景下（化妆品社零数据 7~9 月单月分别同比为 0.7%、-6.4%、-3.1%），22Q3 单季度收入增速环比 Q2 有所放缓。

“双十一”大促期间，主品牌薇诺娜按成交额排名连续五年蝉联天猫美容护肤类目前 10 名、今年位列第 6 名，此外薇诺娜今年亦位列京东美妆国货第 2 名、抖音美妆第 7 名，根据魔镜数据，其淘系成交额同比增近 30%。

长期来看，公司持续坚持“聚焦主品牌、拓展子品牌”发展策略，薇诺娜宝贝、Aoxmed 培育稳步推进，未来我们看好公司立足敏感肌龙头地位，逐步向敏感性皮肤的防晒、美白、抗老以及功效底妆等“敏感性皮肤 PLUS”产品线发展，薇诺娜宝贝、aoxmed 培育稳步推进，多品牌集聚发力。我们维持公司 22~24 年盈利预测、对应 22~24 年 EPS 分别为 2.81、3.71、4.80 元，22 年、23 年 PE 分别为 46 倍、35 倍，维持“买入”评级。

风险提示：线上渠道增速放缓，或者行业竞争加剧；国内疫情影响供应链端致销售无法达成；销售平台相对集中；获客成本持续提升；自主品牌、产品系列相对集中；新品牌拓展不及预期。

表 3：贝泰妮盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,636	4,022	5,577	7,427	9,669
营业收入增长率	35.64%	52.57%	38.66%	33.15%	30.20%
净利润（百万元）	544	863	1,189	1,571	2,034
净利润增长率	31.94%	58.77%	37.78%	32.16%	29.43%
EPS（元）	1.28	2.04	2.81	3.71	4.80
ROE（归属母公司）（摊薄）	45.33%	18.15%	21.37%	23.18%	24.39%
P/E	101	64	46	35	27
P/B	38.9	11.5	9.9	8.1	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

5.3、 上海家化 (600315.SH)

公司主要从事护肤、个护家清、母婴产品的研发、生产和销售，主要品牌包括佰草集、玉泽、高夫、美加净、典萃、双妹、启初、汤美星、六神、家安等，以及合作品牌包括片仔癀（口腔护理）、艾禾美、芳芯、碧缇丝。2022 年前三季度公司实现营业收入 53.54 亿元、同比-8.17%，归母净利润 3.13 亿元、同比-25.51%，扣非净利润 3.68 亿元、同比-22.34%。

分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比+0.11%、-23.75%、+1.17%，归母净利润分别同比+17.81%、-135.75%、+15.55%。剔除汇率影响，22Q3 收入同比+3.54%、环比 22Q2 恢复正增长。另外 22Q3 归母净利率同比提升 1.18PCT 至 9.49%、盈利能力亦有改善。

分品类来看：前三季度护肤品类、个护品类、母婴品类以及合作品牌收入占比分别为 23%、45%、28%、4%。**护肤品类**（包含佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净）22Q3 收入同比降幅接近 15%、环比 22Q2 接近 50%的降幅已明显收窄；**个护品类**（包含六神、家安等）22Q3 收入同比增长超 30%；**母婴品类**（启初和汤美星）22Q3 收入同比下降约 5%。

分品牌来看：**护肤品类：**22Q3 玉泽收入同比下滑 8%、剔除超头影响同比增长 5%、另外玉泽在 CS 渠道同比实现超 30%的快速增长；佰草集同比下滑 15%左右，主要系百货渠道压力较大、电商渠道同比已实现个位数增长；高夫、美加净同比均实现高个位数增长；**个护家清品类：**六神同比增长超 30%；家安同比实现高个位数增长；**母婴品类：**启初同比为个位数下滑，其中商超渠道同比为两位数下滑、电商同比增速接近 20%；海外业务 Mayborn 扣除汇率影响后同比增长 2%。

分渠道来看：前三季度线上、线下收入占比分别为 33%、67%，22Q3 公司线上收入同比下滑 8%左右、线下收入同比增长约 6%。**国内线上渠道（包含电商和特渠）：**前三季度国内电商、特渠收入占比分别为 19%、5%，22Q3 电商已基本走出疫情影响，收入同比基本持平、剔除超头影响同比增长超 9%；特渠业务 22Q3 降幅大幅收窄、同比下滑 8%左右；**国内线下渠道：**前三季度商超、百货、CS 店收入占比分别为 43%、5%、4%，22Q3 商超收入同比增长超 18%、百货同比下滑 30%左右、CS 店同比下滑低个位数。

四季度公司将继续贯彻“123 经营方针”，在国际环境不确定增加的情况下，国内业务争取更快速增长、达成下半年收入双位数增长、利润增长超过收入的目标；海外业务剔除汇率影响后预计将保持增长，整体继续向股权激励目标迈进。我们长期继续看好公司作为老牌国货集团研发积淀深厚、实力突出，多品类、多品牌集聚发力，维持公司 22~24 年盈利预测，按最新股本计算，对应 22~24 年 EPS 分别为 0.83、1.12、1.29 元，22、23 年的 PE 分别为 34 倍、25 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内外疫情影响超预期致需求持续疲软、线下客流持续减少，或者物流发货受阻；新品推广和销售不及预期；行业竞争加剧；渠道调整不及预期；控费不当或者投放效果不及预期。

表 4：上海家化盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,032	7,646	7,666	9,436	10,590
营业收入增长率	-7.43%	8.73%	0.26%	23.09%	12.23%
净利润（百万元）	430	649	560	757	874
净利润增长率	-22.78%	50.92%	-13.67%	35.06%	15.47%
EPS（元）	0.63	0.96	0.83	1.12	1.29
ROE（归属母公司）(摊薄)	6.62%	9.32%	7.65%	9.57%	10.22%
P/E	45	30	34	25	22
P/B	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

5.4、水羊股份（300740.SZ）

公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括御泥坊、小迷糊、大水滴、御 MEN、花瑶花、VAA、HPH 等，以自主品牌为核心，自主品牌与代理品牌双业务驱动。公司 2022 年前三季度实现营业收入 33.43 亿元、同比增长 0.91%，归母净利润 1.19 亿元、同比下滑 18.88%，扣非净利润 1.10 亿元、同比下滑 18.37%。

分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度收入分别同比+27.96%、-11.22%、-4.38%，归母净利润分别同比+36.10%、-29.38%、-37.37%。22Q3 收入增速相较 Q2 降幅已有所收窄，利润端同比下滑幅度加大主要系公司自有品牌集中升级、智造基地投产等举措致研发费用投入增加、招募人才力度加大致职工薪酬费用增加，以及疫情对品牌升级进度、海外供应链、品牌市场活动等各方面产生不利影响、致业务开展效果不及预期所致。

长期以来，公司坚持“以自主品牌为核心，自主品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略。**自主品牌方面**，御泥坊产品体系不断升级完善、部分新品反响较好，如微 800 次抛修护精华连续数月销售过千万元，微 400 次抛抗老精华已于近期上市；新锐品牌方面，大水滴持续洞察熬夜人群需求，获得“天猫美妆新秀奖”，公司预期其全年销售体量超 2 亿元，四季度有望盈亏平衡；彩妆品牌 VAA 目前已逐步起量，抖音日销不断创新高。**代理业务板块**，新增代理品牌数量稳定增长，“双十一”大促期间城野医生、露得清、李施德林等品牌成绩较好。

研发方面，水羊智造基地已于近期投产，同时 9 月公司聘请陈坚院士担任首席科学家，共同进行基础研究与配方开发，进一步夯实公司研发和生产实力。渠道方面，公司于 8 月末在长沙 IFS 开设了全球高端美妆集合店“水羊堂”，首创“一展一店”新零售模式。此外，公司于 7 月收购的伊菲丹品牌已于 8 月纳入合并报表、未来有望增厚业绩。

公司短期业绩虽存在下滑压力，但期待品牌升级所需投入在后续逐步取得效果；长期我们期待自有品牌和代理品牌双轮增长、多品牌发力。我们维持公司 22~24 年盈利预测，按最新股本计算，对应 22~24 年 EPS 分别为 0.63、0.92、1.15 元，22、23 年 PE 分别为 18 倍、13 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软；新品或新品牌销售不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力；行业竞争加剧；费用控制不当。

表 5：水羊股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,715	5,010	5,549	6,941	8,197
营业收入增长率	54.02%	34.86%	10.76%	25.08%	18.11%
净利润（百万元）	140	236	246	358	448
净利润增长率	415.28%	68.54%	4.23%	45.32%	25.17%
EPS（元）	0.36	0.61	0.63	0.92	1.15
ROE（归属母公司）(摊薄)	10.37%	14.78%	13.35%	16.25%	16.90%
P/E	32	19	18	13	10
P/B	3.5	3.0	2.5	2.1	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

5.5、丸美股份 (603983.SH)

公司主要以皮肤科学和生物科学研究为基础，从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务，旗下主品牌有丸美、春纪、恋火，以差异化的品牌定位满足不同消费需求，其中丸美聚焦眼部、深耕抗衰、定位中高端；恋火为新锐彩妆品牌，擅长底妆；春纪定位大众化功能性护肤。2022 年前三季度公司实现营业收入 11.44 亿元、同比增加 0.53%，归母净利润 1.20 亿元、同比下滑 15.49%，扣非净利润 8925 万元、同比下滑 19.81%。

分季度来看，22Q1~22Q3 公司单季度营业收入分别同比-5.31%、-7.49%、+23.72%，归母净利润分别同比-34.61%、-42.04%、扭亏，22Q3 公司收入及利润端表现环比 Q2 均已展现出改善态势。

分品类来看，2022 年前三季度眼部类、护肤类、洁肤类、美容类收入分别占比 26%、46%、13%、15%，其中眼部类、护肤类、洁肤类前三季度收入分别同比-10%、-23%、+37%，Q3 收入分别同比+38%、-23%、+33%，Q3 主力产品眼部类增速明显提升、贡献收入增长。

从线上销售来看，主品牌丸美淘系平台 Q3 销售额表现相对平淡，抖音平台 Q3 累计同比实现翻倍增长；彩妆品牌恋火延续增长势头，Q3 淘系与抖音平台累计销售额同比均为翻倍增长。

三季度销售现好转、费用率同比得到控制，另外主品牌丸美深耕抗衰老赛道、持续强化研发实力，10 月 15 日公司承办“第二届重组胶原蛋白抗衰老论坛”，展示了与基因工程药物国家工程研究中心联合开发的重组双胶原蛋白的三大技术优势，并官宣成立重组胶原蛋白“产学研医检”一体协同化平台，目前该成分已应用于丸美的胶原奶油霜、胶原绵绵杯、脆皮冻干面膜三大新品之中。彩妆品牌恋火凭借底妆类产品迅速出圈，底妆类现已有看不见粉底液、蹭不掉粉底液、看不见粉霜、看不见气垫等多款单品，有望作为第二增长曲线贡献业绩。我们维持公司 22~24 年盈利预测，22~24 年 EPS 分别为 0.58、0.70、0.82 元，22 年、23 年 PE 分别为 62 倍、52 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内疫情影响超预期致终端需求疲软；线上渠道转型拓展效果不及预期；线下渠道恢复不及预期；费用投放效果不及预期或者控费不当；新品推出进度或效果不及预期；行业竞争加剧。

表 6：丸美股份盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,744.99	1,787.03	1,867.42	2,063.05	2,263.32
营业收入增长率	-3.10%	2.41%	4.50%	10.48%	9.71%
净利润（百万元）	464.40	247.92	234.62	280.21	331.01
净利润增长率	-9.81%	-46.61%	-5.37%	19.43%	18.13%
EPS（元）	1.16	0.62	0.58	0.70	0.82
ROE（归属母公司）(摊薄)	15.60%	8.04%	7.24%	8.11%	8.94%
P/E	32	59	62	52	44
P/B	4.9	4.8	4.5	4.2	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-28

6、风险分析

宏观经济增速下行，疫情反复致使终端消费疲软、消费者消费信心走弱，或线下物流发货受到不利影响，进而扰动化妆品的消费需求；

行业竞争加剧，国外龙头品牌进行价格战，会对国内对标品牌产品销售产生不利影响、市场份额或受到挤占；

电商平台流量增速放缓，或者流量成本上升。为提高品牌知名度，品牌商电商平台推广投入加大，盈利能力或有所受损。

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE