

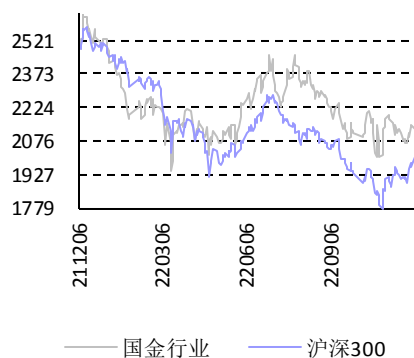
化妆品组

化妆品与日化行业研究 买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品与日化指数	2126
沪深300指数	3947
上证指数	3212
深证成指	11323
中小板综指	12082



相关报告

- 1.《双11收官,珀莱雅/夸迪国货头部品牌势起-化妆品周专题》, 2022.11.14
- 2.《九美股份本周领涨,10月电商靓丽初步兑现-化妆品10月电商数据》, 2022.11.7
- 3.《Q3总结:淡季总体偏淡,品牌继续分化-化妆品周专题》, 2022.10.31
- 4.《从工厂/电商/品牌/代运营看“双11”备战-化妆品周专题》, 2022.10.24
- 5.《巴斯夫预告Q3净利同降27%;持续关注双11-化妆品周专题》, 2022.10.16

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

防疫优化, 关注成长确定性和复苏弹性标的

投资建议

■ 品牌商: 22年疫情反复+消费信心偏弱下化妆品消费向大促集中, 且短期扰动消费需求释放(1-10M22限额以上化妆品零售额同比-2.8%), 但不改行业长期景气。品牌分化加速, 本土头部美妆公司凭借大单品+优异的线上核心能力(多平台运营/品牌营销/流量投放等)+反应灵活, 21-22年逐步实现线上渠道突围, 抖音抢占先机/天猫逆势高增。防疫优化后, 重点关注两条投资主线:

- ✓ 1) 线下渠道迎来修复提供业绩弹性, 建议关注线下渠道优质(占比30%左右)、电商经营边际改善、货盘结构健康向上的**丸美股份**以及线下渠道(OTC/屈臣氏等)占比20%、发力“敏感+”赛道/精华品类、薇诺娜宝贝&AOXMED逐步贡献增量、当前估值偏低的**贝泰妮**;
- ✓ 2) 消费信心增强带来需求回暖、提升行业增速中枢, 推荐“双11”电商增长靓丽、子品牌多点开花、Q4业绩望超预期的**珀莱雅**。

■ 生产商: 21年来原材料涨价/人工成本增加/新品备案速度放缓多重压力下, 叠加1H22多地疫情反复, 生产商整体业绩受损严重, 22Q3已现边际改善。建议关注疫后需求回暖望拉动订单放量、湖州新产能爬坡助力盈利能力优化+原料成本压力缓解、业绩拐点可期的**嘉亨家化**。

周专题: 防疫优化, 关注成长确定性和复苏弹性标的

■ 22年疫情反复下消费向大促集中、化妆品行业总体增速放缓, 但短期扰动不改长期景气。化妆品零售6M22疫后回暖, 7-10月销售淡季表现平稳。据国家统计局, 2017-2021年限额以上化妆品零售额复合增速11.4%, 高于同期限额以上商品零售总额5.2%的复合增速。22年3-5月化妆品终端受疫情影响、零售额分别同降6.3%/降22.3%/降11%, 6月疫后回暖、零售额同增8.1%, 7-10月销售淡季表现平稳。

■ 化妆品行业五大趋势: 1) 功效性护肤仍是高景气赛道, 重组胶原蛋白新原料或能再造新蓝海。2) 护肤行业集中度提升、格局优化。根据欧睿数据, 2018年来我国护肤行业公司CR3/CR5/CR10/CR20的市场份额持续提升, 2021年分别为28.3%/37.2%/50.4%/63.1%、较20年提升1.8/1.7/1.7/1.5PCT。3) 品牌继续分化, 国货龙头势起、借力大单品突围。4) 本土美妆公司子品牌多点开花, 第二增长曲线逻辑强化。5) 线上竞争日趋激烈, 平台多元化。

行情回顾

■ 近一周(2022.11.28~2022.12.02)上证综指、深证成指、沪深300分别涨1.76%、涨2.89%、涨2.52%, 化妆品板块涨3.31%, 跑赢沪深300 0.79PCT。板块对比来看, 化妆品处中上游。个股方面, 宝尊电商、水羊股份、嘉亨家化涨幅居前, 青松股份、壹网壹创、丸美股份等跌幅居前。

行业动态

■ 上海上美通过港交所聆讯; 欧莱雅投资法国生物科技公司。

风险提示

■ 营销/渠道/新品发展不及预期, 数据跟踪误差。

内容目录

1、周专题：防疫优化，关注成长确定性和复苏弹性标的	4
1.1、22 年疫情反复下消费向大促集中、化妆品行业总体增速放缓，但短期扰动不改长期景气	4
1.2、趋势一：功效性护肤仍是高景气赛道，重组胶原蛋白新原料或能再造新蓝海	4
1.3、趋势二：护肤行业集中度提升、格局优化	6
1.4、趋势三：品牌继续分化，国货龙头势起、借力大单品突围	7
1.5、趋势四：本土美妆公司子品牌多点开花，第二增长曲线逻辑强化	8
1.6、趋势五：线上竞争逐趋激烈，平台多元化	9
2、投资建议	10
3、标的推荐	10
4、行情回顾及重点公司估值表	11
5、原材料价格跟踪	13
6、行业动态	14
6.1 行业动态	14
6.2 公司公告	15
7、风险分析	15

图表目录

图表 1：预计 22-25 年我国化妆品市场规模 CAGR 7.48%	4
图表 2：我国化妆品细分品类同比增速	4
图表 3：限额以上化妆品零售额单月同比增速	4
图表 4：化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速	4
图表 5：2016-2021 年我国皮肤学级护肤品市场规模 CAGR 32.6%	5
图表 6：淘系重点护肤品牌 22 年 1-10 月同比增速	5
图表 7：胶原蛋白分类（按提取方式）	6
图表 8：中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分（十亿元，%）	6
图表 9：热门成分生命周期曲线	6
图表 10：中国重组胶原蛋白产品分应用市场规模（十亿元，%）	6
图表 11：我国护肤行业公司集中度	7
图表 12：各国护肤行业公司 CR10 对比	7
图表 13：2018-2021 年我国护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率持续提升	7
图表 14：品牌商营收同比增速	8
图表 15：品牌商归母净利润同比增速	8
图表 16：淘系护肤 TOP20 品牌 GMV 及市占率	8
图表 17：本土美妆公司旗下品牌梳理	9

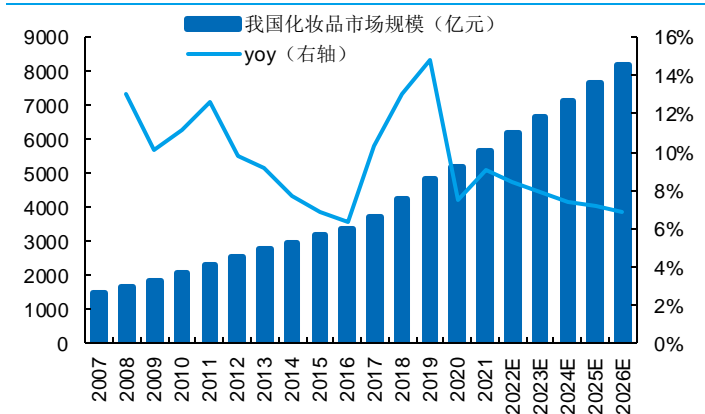
图表 18: 淘系、京东、抖音三平台化妆品 GMV 占比	9
图表 19: 淘系护肤年销售额及同比增速.....	9
图表 20: 抖音美容护肤 TOP20 品牌	10
图表 21: 本周化妆品板块涨跌幅.....	11
图表 22: 本周化妆品板块涨跌幅走势.....	11
图表 23: 本周各板块涨跌幅 (%)	12
图表 24: 本周化妆品个股涨跌幅.....	12
图表 25: 重点上市公司估值表.....	13
图表 26: 棕榈油平均价 (元/吨)	13
图表 27: 原油价格 (美元/桶)	13
图表 28: PP 指数.....	14
图表 29: LDPE 出厂价 (元/吨)	14
图表 30: 欧洲天然气 TTF 现货价.....	14
图表 31: 化妆品上市公司重点公告.....	15

1、周专题：防疫优化，关注成长确定性和复苏弹性标的

1.1、22 年疫情反复下消费向大促集中、化妆品行业总体增速放缓，但短期扰动不改长期景气

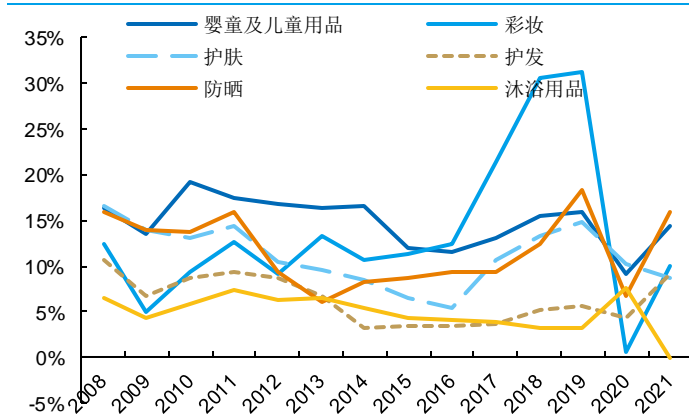
化妆品行业总体景气度仍较高。据欧睿数据，2017-2021 年中国化妆品市场规模由 3740 亿元提升至 5676 亿元、对应 CAGR 为 11%，预计于 2025 年增长至 7654 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 7.48%。细分品类来看，婴童及儿童用品/彩妆/护肤增速高于化妆品行业整体增速，2017-2021 年复合增速分别为 13.7%/17.4%/11.8%。

图表 1：预计 22-25 年我国化妆品市场规模 CAGR 7.48%



来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表 2：我国化妆品细分品类同比增速

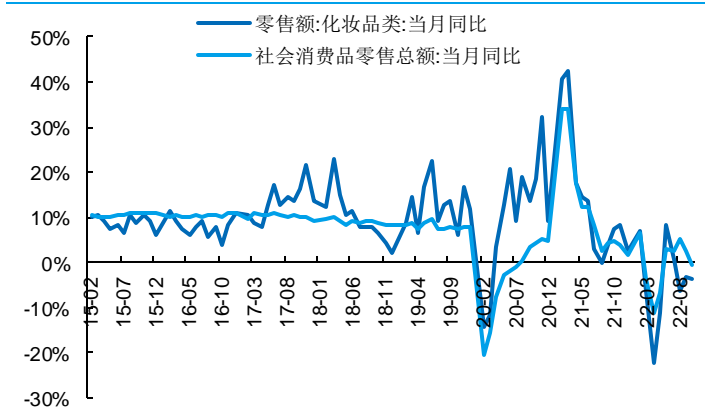


来源：欧睿数据，国金证券研究所

化妆品零售 6M22 疫后回暖，7-10 月销售淡季表现平稳。据国家统计局，2017-2021 年限额以上化妆品零售额复合增速 11.4%，高于同期限额以上商品零售总额 5.2%的复合增速。22 年 3-5 月化妆品终端受疫情影响、零售额分别同降 6.3%/降 22.3%/降 11%，6 月疫后回暖、零售额同增 8.1%，7-10 月销售淡季表现平稳。

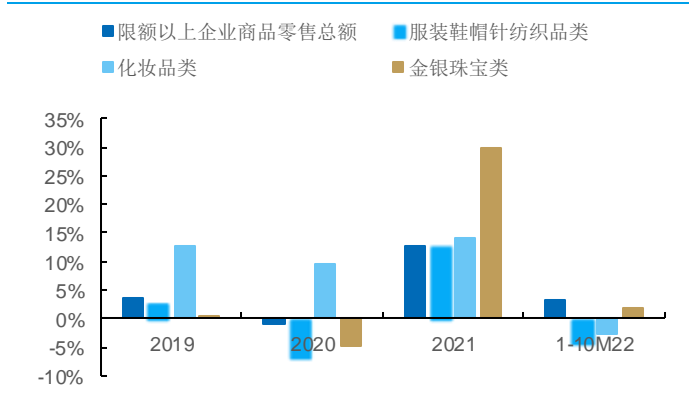
对比三大可选消费品类，化妆品表现居中。1-10M22 化妆品类/金银珠宝类/服装鞋帽针纺织品类累计同比-2.8%/+1.7%/-4.4%。

图表 3：限额以上化妆品零售额单月同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 4：化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速

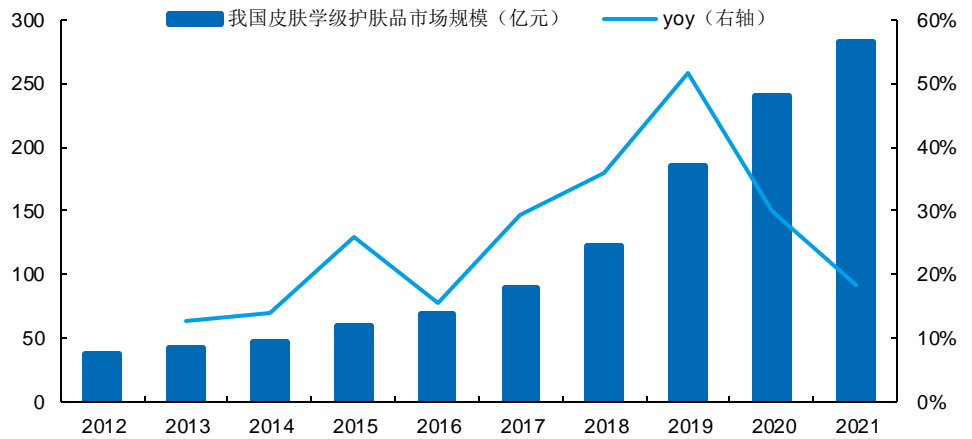


来源：国家统计局，国金证券研究所

1.2、趋势一：功效性护肤仍是高景气赛道，重组胶原蛋白新原料或能再造新蓝海

功效性护肤赛道高景气、增速表现亮眼。根据欧睿数据，2021 年我国功效性护肤品市场规模 283 亿元、占护肤整体规模的 9.6%，2016-2021 年 CAGR 为 32.6%、高于同期护肤大盘 11.6%的增速。

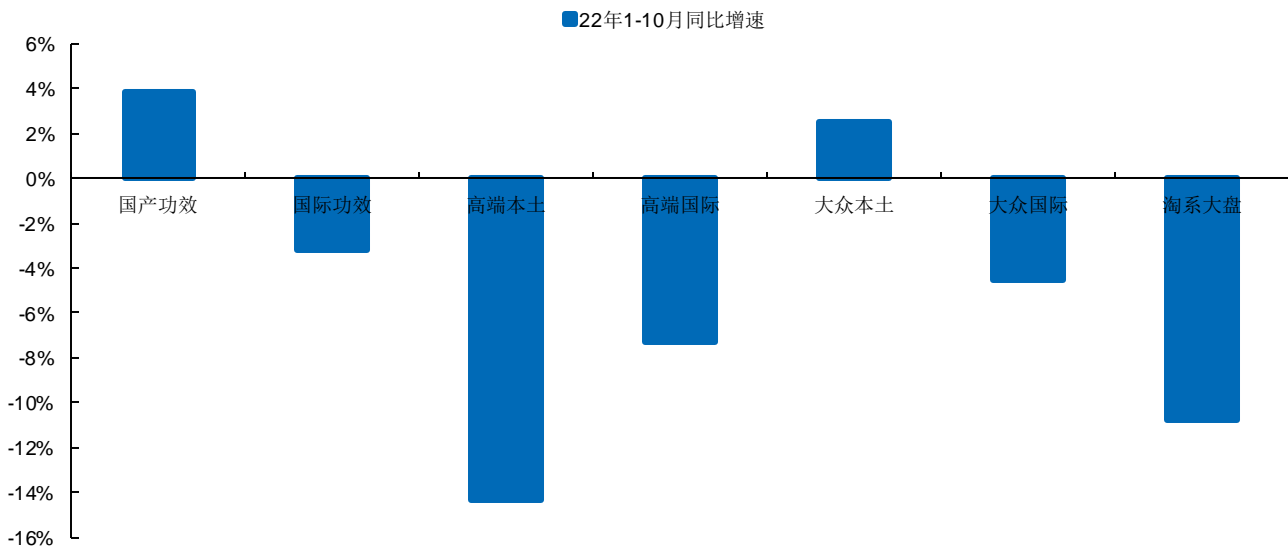
图表 5: 2016-2021 年我国皮肤学级护肤品市场规模 CAGR 32.6%



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

我们重点跟踪 49 个护肤市占率排名靠前/重点公司旗下品牌淘系销售情况, 分为本土/国际、高端/大众、功效型进行分析, 功效性护肤品牌表现相对较好。22 年 1-10 月增速来看, 国产功效 (+3.9%) > 大众本土 (+2.5%) > 国际功效 (-3.2%) > 大众国际 (-4.6%) > 高端国际 (-7.3%) > 淘系护肤大盘 (-10.8%) > 高端本土 (-14.3%)。

图表 6: 淘系重点护肤品牌 22 年 1-10 月同比增速

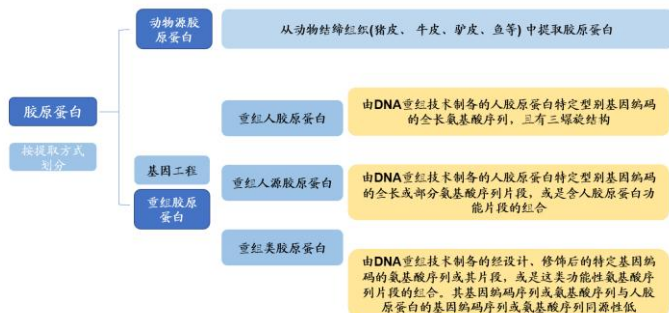


来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

重组胶原蛋白由基因工程合成, 具有生物活性及生物相容性更高、免疫原性更低、漏检病原体隐患风险更低、水溶性更佳、无细胞毒性以及可进一步加工优化等固有优势。此外, 重组胶原蛋白的变性温度在 72° C 以上, 远高于动物源性胶原蛋白的 40° C, 因此更容易运输和储存。与动物源性胶原蛋白相比, 重组胶原蛋白性能更优、可塑性更强、安全性更高。

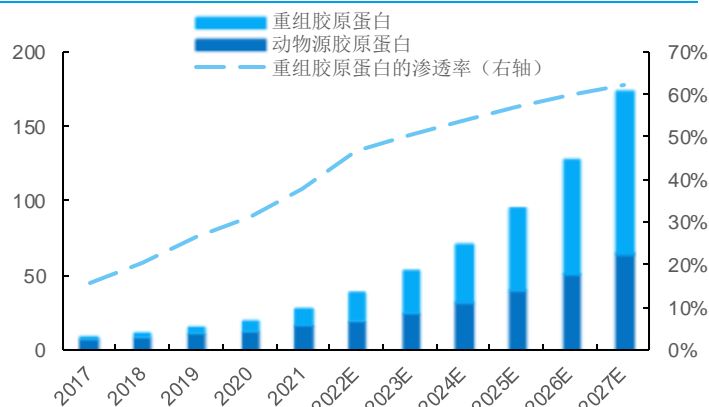
目前动物源胶原蛋白仍占据主要胶原蛋白市场, 21 年重组胶原蛋白渗透率为 37.7%, 获益技术进步和优越性能, 重组胶原蛋白渗透率有望加速提升。根据弗若斯特沙利文, 2021 年我国动物源胶原蛋白、重组胶原蛋白产品市场的规模分别为 179 亿元、108 亿元, 预计 21-27 年重组胶原蛋白复合增速超过 40%, 高于动物源 25.3% 的增速, 重组胶原蛋白渗透率由 37.3% 提升至 62.3%。

图表 7: 胶原蛋白分类 (按提取方式)



来源：创尔生物招股说明书，国金证券研究所

图表 8: 中国胶原蛋白产品市场技术路径市场规模细分 (十亿元, %)



来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

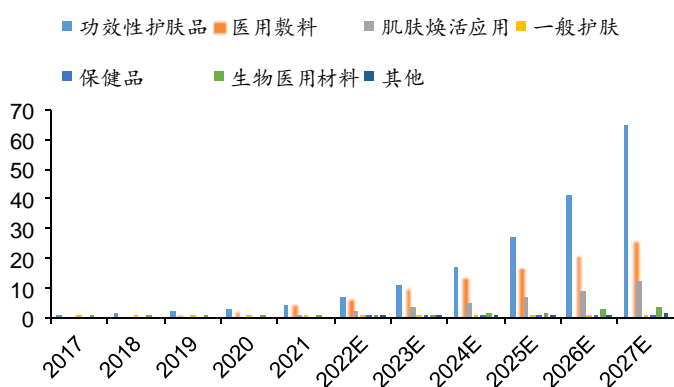
重组胶原蛋白成分处于概念普及期，获益消费者认知加深/技术升级，市场端有望加速进入应用爆发期。根据弗若斯特沙利文，2021年我国重组胶原蛋白主要应用领域中，功效性护肤品及医用敷料分别占比42.6%/44.4%、产品规模分别为46/48亿元，预计22-27年复合增速分别为55%/28.8%。

图表 9: 热门成分生命周期曲线



来源：美丽修行，国金证券研究所

图表 10: 中国重组胶原蛋白产品分应用市场规模 (十亿元, %)

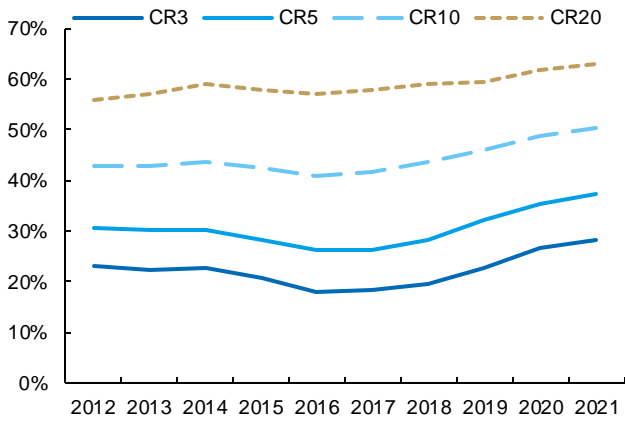


来源：弗若斯特沙利文，国金证券研究所

1.3、趋势二：护肤行业集中度提升、格局优化

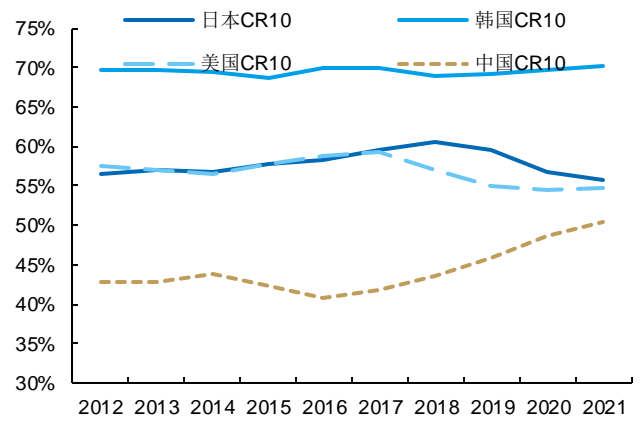
品牌/渠道竞争加剧+营销环境多元化+监管趋严下，研发/多平台运营/产品力/品牌力等综合能力突出的头部公司市占率加速提升，护肤行业竞争格局优化。根据欧睿数据，2018年来我国护肤行业公司CR3/CR5/CR10/CR20的市场份额持续提升，2021年分别为28.3%/37.2%/50.4%/63.1%、较20年提升1.8/1.7/1.7/1.5 PCT。对比各国护肤公司CR10的市场份额，21年日本/中国/美国/韩国分别为55.8%/50.4%/54.8%/70.3%，中国护肤行业集中度仍有提升空间。

图表 11: 我国护肤行业公司集中度



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

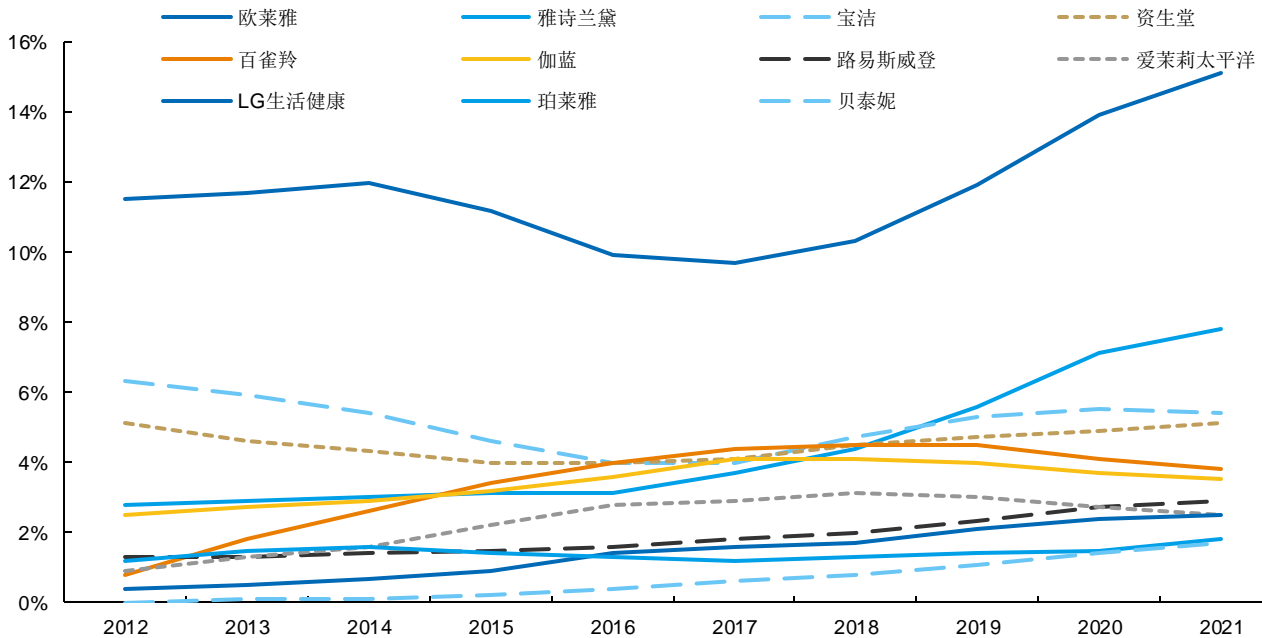
图表 12: 各国护肤行业公司 CR10 对比



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

本土护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率持续提升, 2018-2021 年珀莱雅市占率由 1.3%提升至 1.8%, 贝泰妮市占率由 0.8%提升至 1.7%。

图表 13: 2018-2021 年我国护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率持续提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

1.4、趋势三：品牌继续分化，国货龙头势起、借力大单品突围

强者恒强逻辑持续兑现，头部珀莱雅/贝泰妮 1-3Q22 毛利率提升明显/保持稳健，净利率提升/稳健，利润/收入增速显著优于同业。1-3Q22 珀莱雅收入/归母净利同增 31.5%/36%，贝泰妮收入/归母净利同增 37%/45.6%。

图表 14: 品牌商营收同比增速

	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
上海家化	6%	-7%	9%	27%	4%	-3%	9%	0%	-24%	1%
珀莱雅	32%	20%	23%	49%	30%	21%	11%	39%	35%	22%
丸美股份	14%	-3%	2%	9%	11%	-23%	7%	-5%	-7%	24%
水羊股份	7%	54%	35%	58%	45%	29%	24%	28%	-11%	-4%
贝泰妮	57%	36%	53%	59%	45%	47%	57%	59%	37%	21%
华熙生物	119%	112%	147%	-	-	-	-	77%		
鲁商发展	42%	120%	117%	-	-	130%	53%	95%	45%	12%
品牌商	18%	17%	33%	37%	31%	17%	23%	21%	3%	9%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 品牌商归母净利同比增速

	2019	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
上海家化	3%	-23%	51%	42%	82%	5%	94%	18%	亏损	16%
珀莱雅	37%	21%	21%	41%	15%	30%	11%	44%	19%	44%
丸美股份	24%	-10%	-47%	-16%	-40%	亏损	-16%	-35%	-42%	扭亏为盈
水羊股份	-79%	415%	69%	1040%	89%	49%	32%	36%	-29%	-37%
贝泰妮	58%	32%	59%	46%	75%	64%	55%	86%	34%	35%
品牌商	17%	8%	25.2%	31%	25%	-6%	38%	25.1%	-23%	37.9%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

自 21 年以来品牌线上销售表现呈现分化, 22 年疫情反复下分化趋势加剧, 头部品牌销售增速显著高于大盘增速。22 年 10-11 月淘系护肤大盘销售额同降 7.42%, 头部的本土品牌珀莱雅同增 78%、薇诺娜同增 52%、夸迪同增 50%, 国际品牌中 Olay 同增 124%、娇兰同增 36%。

图表 16: 淘系护肤 TOP20 品牌 GMV 及市占率

排名	淘系护肤10-11M22				淘系护肤22Q3				淘系护肤22Q2				淘系护肤22Q1			
	品牌	GMV亿元	市占率	yoy	品牌	GMV亿元	市占率	yoy	品牌	GMV亿元	市占率	yoy	品牌	GMV亿元	市占率	yoy
1	欧莱雅	30.8	5.0%	4%	雅诗兰黛	8.0	2.0%	0%	欧莱雅	21.0	4.0%	-1%	雅诗兰黛	12.7	2.9%	-2.9%
2	兰蔻	22.0	3.6%	3%	兰蔻	7.9	2.0%	-1%	雅诗兰黛	16.0	3.1%	-6%	兰蔻	11.6	2.7%	-1.4%
3	雅诗兰黛	20.8	3.4%	-18%	欧莱雅	6.1	1.5%	-19%	兰蔻	15.4	2.9%	-5%	欧莱雅	9.8	2.3%	-20.7%
4	珀莱雅	19.7	3.2%	78%	sk-ii	5.9	1.5%	-17%	玉兰油	12.3	2.3%	4%	海蓝之谜	7.9	1.8%	21.7%
5	玉兰油	19.2	3.1%	124%	珀莱雅	5.7	1.4%	-1%	珀莱雅	11.0	2.1%	78%	珀莱雅	7.6	1.8%	55.8%
6	薇诺娜	17.8	2.9%	52%	海蓝之谜	5.1	1.3%	-1%	薇诺娜	8.8	1.7%	28%	sk-ii	7.4	1.7%	-14.4%
7	海蓝之谜	11.5	1.9%	-5%	科颜氏	4.6	1.2%	-21%	sk-ii	8.4	1.6%	-13%	资生堂	6.4	1.5%	-0.5%
8	资生堂	11.1	1.8%	-32%	玉兰油	4.6	1.2%	18%	海蓝之谜	8.4	1.6%	0%	玉兰油	6.2	1.4%	15.7%
9	sk-ii	11.1	1.8%	-13%	资生堂	4.1	1.1%	-21%	资生堂	8.0	1.5%	-16%	科颜氏	6.2	1.4%	1.9%
10	修丽可	9.1	1.5%	22%	薇诺娜	4.0	1.0%	3%	科颜氏	7.9	1.5%	9%	薇诺娜	5.8	1.3%	62.0%
11	赫莲娜	8.9	1.4%	-13%	娇韵诗	3.4	0.9%	2%	修丽可	6.3	1.2%	18%	娇韵诗	5.2	1.2%	36.8%
12	科颜氏	8.0	1.3%	-33%	rsas	3.4	0.9%	-	娇韵诗	6.1	1.2%	40%	赫莲娜	4.4	1.0%	27.9%
13	夸迪	7.9	1.3%	50%	美丽芳丝	3.3	0.8%	-6%	赫莲娜	5.0	1.0%	-12%	后	4.1	0.9%	-16.9%
14	自然堂	7.5	1.2%	12%	自然堂	3.2	0.8%	-14%	理肤泉	4.8	0.9%	25%	修丽可	4.0	0.9%	-15.6%
15	娇兰	7.5	1.2%	36%	赫莲娜	3.0	0.8%	-4%	美丽芳丝	4.7	0.9%	-22%	自然堂	3.8	0.9%	-1.1%
16	娇韵诗	7.3	1.2%	-13%	修丽可	2.7	0.7%	0%	自然堂	4.5	0.9%	-4%	理肤泉	3.7	0.8%	28.1%
17	肌肤之钥	6.2	1.0%	8%	后	2.6	0.7%	-33%	黛珂	4.2	0.8%	-13%	珂润	3.6	0.8%	1.9%
18	美丽芳丝	6.1	1.0%	-13%	百雀羚	2.6	0.6%	-12%	mistine	4.1	0.8%	44%	百雀羚	3.2	0.7%	5.6%
19	希思黎	5.3	0.9%	13%	珂润	2.5	0.6%	-4%	娇兰	3.8	0.7%	36%	美丽芳丝	3.2	0.7%	-10.8%
20	黛珂	5.2	0.8%	-15%	同仁堂	2.4	0.6%	-40%	百雀羚	3.6	0.7%	-6%	雪花秀	3.2	0.7%	-1.4%
CR5	18.3%				8.5%				14.4%				11.5%			
CR10	28.2%				14.2%				22.3%				18.8%			
CR20	39.5%				21.6%				31.3%				27.7%			

来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

1.5、趋势四: 本土美妆公司子品牌多点开花, 第二增长曲线逻辑强化

1) 珀莱雅: 22 年多品牌战略成效初显, 截至 Q3 旗下子品牌彩棠/悦芙媿/OR 均已扭亏为盈, 2) 贝泰妮: 薇诺娜宝贝“6.18”/“双 11”期间均荣获天猫婴童护肤类目 TOP5, 预计 22 年贡献收入 1.5 亿元、净利率接近 20%; 贵妇抗衰品牌 AOXMED 22 年预计贡献 2000-3000 万元营收, 以客户拓展为重点; 股权投资国货底妆品牌方里 22 年预计贡献 2000 万元投资收益。3) 丸美: 恋火增长靓丽、大单品打造能力强, SKU 精简、紧扣底妆主题, 预计 22/23 年收入体量 3/6 亿元、利润率维持在 10%-12%。4) 华熙生物: 四大品牌差异化定位, 进入精细化运营阶段, 预计 22 年合计收入体量 45-50 亿元。

图表 17: 本土美妆公司旗下品牌梳理

公司	品牌	品牌简介	主价格带 (元)	22 年展望
珀莱雅	珀莱雅	大众科技护肤	200-400	22 年收入体量 50 亿元左右
	彩棠	新国风化妆师专业彩妆	150-200	22 年扭亏为盈、实现翻倍增长
	悦芙媿	专为年轻肌肤定制	50-100	22 年扭亏为盈、实现翻倍增长
	off & relax	高端洗护	260-600	22 年扭亏为盈、实现翻倍增长
贝泰妮	薇诺娜	功效性护肤	150-600	22 年收入体量 50 亿元+
	薇诺娜宝贝	专业婴幼儿护理品牌	200-400	预计 22 年贡献收入 1.5 亿元、净利率接近 20%
	AOXMED	贵妇抗衰	1000-2000+	22 年贡献 2000-3000 万元营收、以客户拓展为重点
丸美股份	丸美	聚焦眼部, 深耕抗衰, 定位中高端	200-600	22 年收入体量 15 亿+, 同比持平
	恋火	新锐彩妆品牌, 擅长底妆	100-200	预计 22/23 年收入 3/6 亿元, 利润率 10%-12%
华熙生物	润百颜	从智慧玻尿酸升级为科技护肤头部品牌	300-500	22 年四大品牌合计收入体量 45-50 亿元
	夸迪	主打冻龄抗初老市场	300-500	
	米蓓尔	年轻一代敏感肌修复	100-300	
	BM 肌活	针对年轻人群, 专注“量肤定制的活性成分”和“靶向传递的管控技术”两维研发路线	100-300	
鲁商发展	颐莲	玻尿酸护肤	50-300	22 年收入 8-10 亿元
	瑗尔博士	微生态护肤	100-500	22 年收入 10+亿元
巨子生物	可复美	皮肤科级别重组胶原蛋白品牌	150-500	22 年收入体量 10 亿元+
	可丽金	中高端多元重组胶原蛋白皮肤护理品牌	100-400	22 年收入体量 5-7 亿元

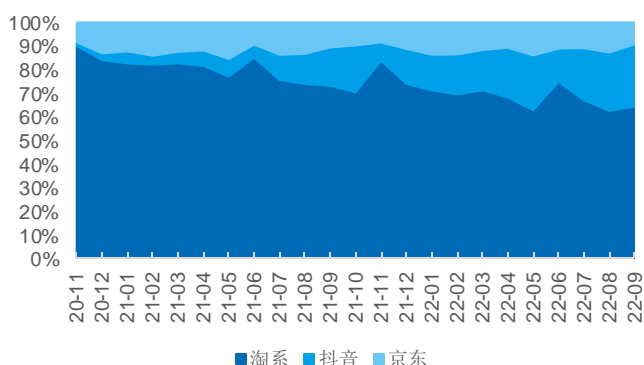
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

1.6、趋势五: 线上竞争日趋激烈, 平台多元化

2021 年淘系美妆合计销售额 1960.8 亿元、同降 0.8%, 自 19 年数据跟踪以来首次出现年度几无增长, 将抖音分流的销售额还原、预计 21 年淘系护肤年销售额同增 14.3%、较往年增速仍显著放缓。

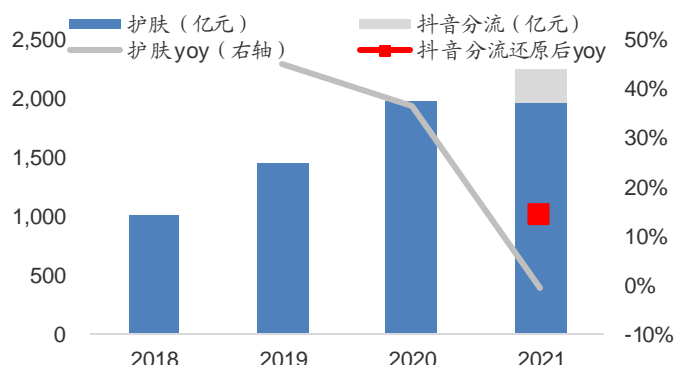
2021 年下半年以来, 抖音起量、线上平台呈现多元化, 根据魔镜和飞瓜数据, 抖音 GMV 占淘系+京东+抖音的比从 2021 年 1 月的 5%提升至 2021 年 12 月的 15%, 2022 年 9 月进一步提升至 26%。

图表 18: 淘系、京东、抖音三平台化妆品 GMV 占比



来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 19: 淘系护肤年销售额及同比增速



来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

国货品牌依托强学习力和快速反应能力, 迅速布局抖音渠道, 抢占先机, 抓住成长红利、占据榜单主导位置, 22 年来头部国货品牌薇诺娜/珀莱雅排名靠前且稳定。

国际品牌排名中枢上移, 国际品牌依靠达播带货+强心智单品销售额迅速放量, 且在今年大促月份 (6 月/11 月) 该趋势尤为明显。

图表 20: 抖音美容护肤 TOP20 品牌

排名	11M22			10M22			9M22			8M22			7M22			2Q22		
	品牌	销售额	市占率	品牌	销售额	市占率	品牌	销售额	市占率	品牌	销售额	市占率	品牌	销售额	市占率	品牌	销售额	市占率
1	后	500-750	3.0%	珀莱雅	100-250	3.0%	珀莱雅	100-250	3.0%	珀莱雅	165	2.9%	珀莱雅	112	2.9%	雅诗兰黛	546	3.9%
2	雅诗兰黛	250-500	2.9%	雅诗兰黛	100-250	2.9%	欧莱雅	100-250	2.9%	欧莱雅	158	2.9%	SK-II	110	2.9%	肌先知	540	3.8%
3	SK-II	250-500	2.1%	欧诗漫	100-250	2.1%	欧诗漫	100-250	2.1%	珀莱雅	115	2.1%	肌先知	81	2.1%	SK-II	340	2.4%
4	海蓝之谜	225-425	2.0%	欧莱雅	100-250	2.0%	雅诗兰黛	100-250	2.0%	SK-II	109	2.0%	欧诗漫	80	2.1%	后	325	2.3%
5	欧莱雅	100-250	1.7%	韩束	100-250	1.7%	SK-II	75-100	1.7%	后	93	1.7%	欧莱雅	74	1.9%	欧莱雅	324	2.3%
6	珀莱雅	100-250	1.6%	CASSIEY cosmetics	100-250	1.6%	薇诺娜	75-100	1.6%	自然堂	88	1.6%	仁和匠心	67	1.7%	珀莱雅	323	2.3%
7	欧诗漫	100-250	1.5%	玉兰油	100-250	1.5%	HBN	75-100	1.5%	玉兰油	81	1.5%	纯妆	60	1.5%	欧诗漫	265	1.9%
8	赫莲娜	100-250	1.5%	自然堂	100-250	1.5%	可复美	50-75	1.5%	HBN	80	1.5%	薇诺娜	55	1.4%	玉兰油	197	1.4%
9	玉兰油	100-250	1.4%	薇诺娜	75-100	1.4%	后	50-75	1.4%	仁和匠心	76	1.4%	德玛贝尔	51	1.3%	兰蔻	185	1.3%
10	自然堂	100-250	1.4%	HBN	75-100	1.4%	谷雨	50-75	1.4%	可复美	76	1.4%	HBN	49	1.3%	海蓝之谜	184	1.3%
11	兰蔻	100-250	1.4%	谷雨	75-100	1.4%	仁和匠心	50-75	1.4%	JOVISSE	75	1.4%	后	49	1.3%	肌活	180	1.3%
12	薇诺娜	100-250	1.4%	SK-II	75-100	1.4%	海蓝之谜	50-75	1.4%	谷雨	74	1.4%	WIS+	48	1.2%	奥伦纳素	166	1.2%
13	奥伦纳素	75-100	1.3%	后	75-100	1.3%	Betty Bonnie	50-75	1.3%	奥伦纳素	71	1.3%	韩束	48	1.2%	韩束	157	1.1%
14	银泰百货	75-100	1.3%	非凡颜	75-100	1.3%	ASSIEY cosmetics	50-75	1.3%	雅诗兰黛	69	1.3%	兰蔻	47	1.2%	薇诺娜	154	1.1%
15	科兰黎	75-100	1.2%	海蓝之谜	75-100	1.2%	润百颜	50-75	1.2%	米蓓尔	65	1.2%	Mistine	47	1.2%	润百颜	153	1.1%
16	韩束	75-100	1.2%	润百颜	75-100	1.2%	自然堂	50-75	1.2%	兰蔻	63	1.2%	自然堂	46	1.2%	自然堂	151	1.1%
17	谷雨	50-75	1.1%	娇兰	50-75	1.1%	玉兰油	50-75	1.1%	润百颜	62	1.1%	肌活	44	1.1%	Mistine	150	1.1%
18	CASSIEY cosmetics	50-75	1.1%	环球配方	50-75	1.1%	银泰百货	50-75	1.1%	BIO-MESO肌活	60	1.1%	海蓝之谜	41	1.1%	阿芙	149	1.1%
19	雪花秀	50-75	1.0%	奥伦纳素	50-75	1.0%	肌活	25-50	1.0%	+WIS+	52	1.0%	JOVISSE	40	1.0%	赫莲娜	148	1.0%
20	Betty Bonnie	50-75	0.9%	丸美	50-75	0.9%	米蓓尔	25-50	0.9%	沐念	51	0.9%	慕悦美丽	39	1.0%	HBN	138	1.0%
CR5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.7%	-	-	11.9%	-	-	-	14.7%
CR10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.1%	-	-	19.1%	-	-	-	22.9%
CR20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.8%	-	-	30.6%	-	-	-	34.0%

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

2、投资建议

品牌商: 22 年疫情反复+消费信心偏弱下化妆品消费向大促集中, 且短期扰动消费需求释放 (1-10M22 限额以上化妆品零售额同比-2.8%), 但不改行业长期景气。品牌分化加速, 本土头部美妆公司凭借大单品+优异的线上核心能力 (多平台运营/品牌营销/流量投放等)+反应灵活, 21-22 年逐步实现线上渠道突围, 抖音抢占先机/天猫逆势高增。防疫优化后, 重点关注两条投资主线: 1) 线下渠道迎来修复提供业绩弹性, 建议关注线下渠道优质 (占比 30%左右)、电商经营边际改善、货盘结构健康向上的丸美股份以及线下渠道 (OTC/屈臣氏等) 占比 20%、发力“敏感+”赛道/精华品类、薇诺娜宝贝&AOXMED 逐步贡献增量、当前估值偏低的贝泰妮; 2) 消费信心增强带来需求回暖、提升行业增速中枢, 推荐“双 11”电商增长靓丽、子品牌多点开花、Q4 业绩望超预期的珀莱雅。

生产商: 21 年来原材料涨价/人工成本增加/新品备案速度放缓多重压力下, 叠加 1H22 多地疫情反复, 生产商整体业绩受损严重, 22Q3 已现边际改善。建议关注疫后需求回暖望拉动订单放量、湖州新产能爬坡助力盈利能力优化+原料成本压力缓解、业绩拐点可期的嘉亨家化。

3、标的推荐

珀莱雅: 大单品护航+超头流量加持下 10-11 月电商渠道实现靓丽增长。据魔镜+飞瓜数据, 珀莱雅&彩棠淘系+抖音渠道 10-11 月销售额同增 65%-88%, 其中珀莱雅同增 63%-85%、彩棠同增 85%-123%。产品力&多平台运营&营销等综合能力突出, 大单品策略持续升级助力盈利优化, 主品牌进入收获期, 子品牌多点开花、彩棠/悦芙媞/OR 均已扭亏为盈, 天猫逆势高增, 抖音渠道先发优势明显、望继续放量。看好后续市场份额及盈利能力提升潜力。预计 22-24 年归母净利润为 7.49/9.58/11.68 亿元, 分别同增 30%/28%/22%。

丸美股份: 天猫货盘结构健康向上+抖音优质增长+恋火增长靓丽+防疫优化后线下望快速修复, 10-11 月电商表现亮眼, 业绩拐点望兑现。据魔镜+飞瓜数据, 丸美&恋火淘系+抖音渠道 10-11 月销售额同增 31%-62%, 其中丸美同增 11%-36%、恋火同增 120%-186%。目前主品牌丸美线下渠道占比 30% (行业较高水平), 客单价高、盈利能力优异, 线下消费场景修复+自身线下核心能力加持、线下渠道有望快速修复。公司 11.22 公告电商总负责人到位, 电商经营望进一步提质增效, 同时期待新负责人带领下“大单品逻辑”继续强化+“品牌”逻辑逐步体现。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.5/3.7/5.1 亿元, 同增 2%/45%/39%。

贝泰妮: 线下渠道占比 20%, 截至 6 月底已入驻超过 4000 家屈臣氏店铺, OTC 渠道已覆盖全国 21 省级行政区, 防疫优化后线下望快速恢复快速增长。

线上大单品/多平台持续发力，据魔镜+飞瓜数据，薇诺娜淘系+抖音渠道 10-11 月销售额同增 44%-57%。长期，薇诺娜功效护肤龙头品牌地位稳固、发力精华品类，薇诺娜宝贝/AOXMED 贡献增量。预计 22-24 年归母净利润为 11.84/15.85/19.98 亿元，同增 37%/34%/26%。

嘉亨家化：国内化妆品 OEM+塑料包材龙头，3Q22 疫后边际改善，湖州新工厂产能释放+“双 11”部分订单延迟，预计 4Q22 旺季化妆品代工订单环比提升明显、业绩修复加速。展望 23-24 年，公司深化老客户合作+开拓新客户+迎合国际品牌产能外包趋势，行业集中度提升趋势下公司作为龙头市场份额有望加速提升，订单放量可期。静待疫后需求回暖下湖州新产能持续爬坡、一体化服务优势凸显，规模效应逐步兑现下盈利能力望持续优化。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 0.86/1.39/1.87 亿元，分别同比降 12%/增 62%/增 34%。

4、行情回顾及重点公司估值表

近一周（2022.11.28~2022.12.02）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 1.76%、涨 2.89%、涨 2.52%，化妆品板块¹涨 3.31%，跑赢沪深 300 0.79PCT。

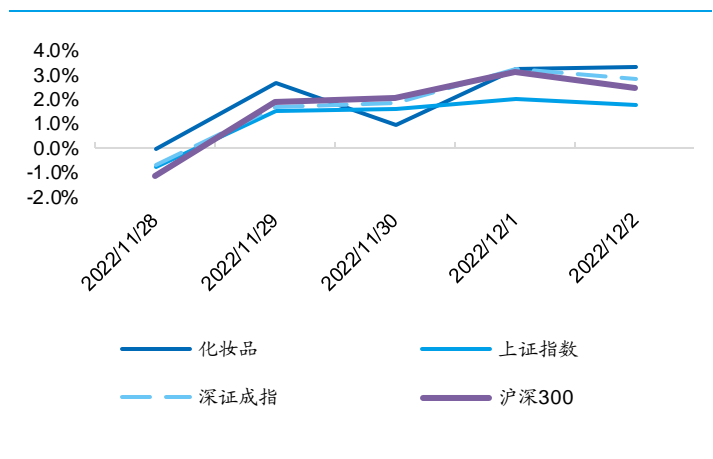
板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，宝尊电商、水羊股份、嘉亨家化涨幅居前，青松股份、壹网壹创、丸美股份等跌幅居前。

图表 21：本周化妆品板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	1.76
深证成份指数成份	2.89
沪深 300	2.52
化妆品板块	3.31

来源：wind，国金证券研究所

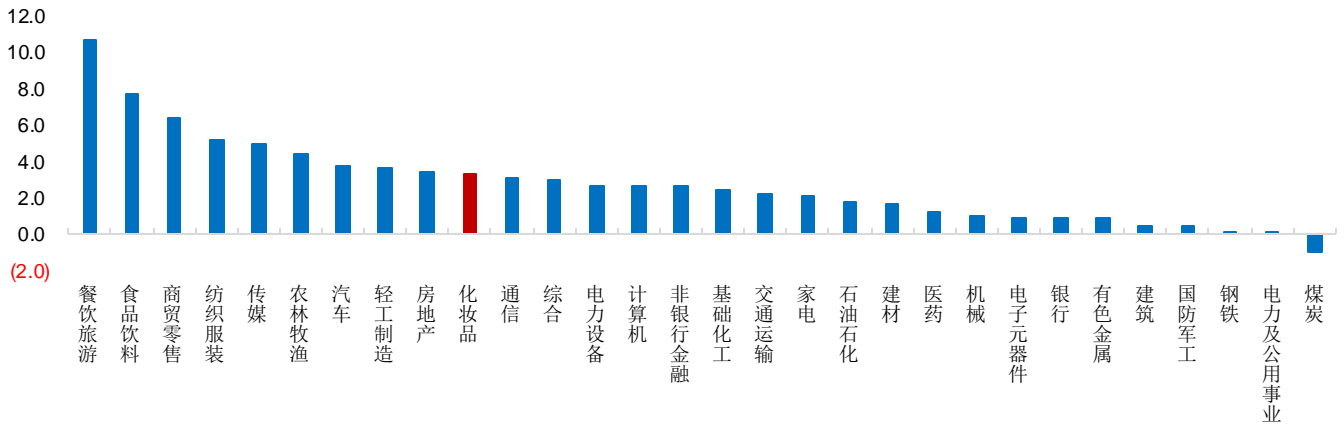
图表 22：本周化妆品板块涨跌幅走势



来源：wind，国金证券研究所

¹此处的化妆品板块为国金证券选取的主业涉及化妆品代运营、品牌、生产等相关的 A 股/港股/美股上市公司，包含有壹网壹创、上海家化、珀莱雅、丸美股份、水羊股份、拉芳家化、名臣健康、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数（8841109.WI）。

图表 23: 本周各板块涨跌幅 (%)



来源: wind、国金证券研究所

图表 24: 本周化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
BZUN.O	宝尊电商	5.08	26.05	22.74	799	3
6601.HK	朝云集团	1.61	14.18	10.87	265	21
300740.SZ	水羊股份	12.89	9.33	6.02	4145	50
300955.SZ	嘉亨家化	29.26	7.26	3.94	480	29
605136.SH	丽人丽妆	12.10	6.98	3.67	2544	48
YSG.N	逸仙电商	1.27	5.83	2.52	1503	7
6993.HK	蓝月亮集团	5.28	5.60	2.29	1249	310
600315.SH	上海家化	29.39	3.52	0.21	2068	200
003010.SZ	若羽臣	16.81	3.45	0.13	2177	20
300856.SZ	科思股份	55.15	2.87	-0.44	979	93
603605.SH	珀莱雅	173.56	2.86	-0.46	602	492
600223.SH	鲁商发展	10.69	2.79	-0.52	17389	109
603630.SH	拉芳家化	14.46	2.55	-0.76	819	33
300957.SZ	贝泰妮	131.21	2.12	-1.20	2184	556
300132.SZ	青松股份	7.54	1.48	-1.83	6226	39
300792.SZ	壹网壹创	27.62	0.80	-2.51	1548	66
603983.SH	丸美股份	36.15	0.33	-2.98	1098	145

来源: wind、国金证券研究所

图表 25: 重点上市公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			EPS CAGR
				2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
品牌商											
603605.SH	珀莱雅	173.56	492.08	2.87	2.64	3.38	4.12	66	51	42	13%
300957.SZ	贝泰妮	131.21	555.81	2.04	2.83	3.76	4.88	46	35	27	34%
600315.SH	上海家化	29.39	199.52	0.96	0.86	1.22	1.64	34	24	18	20%
300740.SZ	水羊股份	12.89	50.13	0.57	0.90	1.39	1.82	14	9	7	47%
600223.SH	鲁商发展	10.69	108.67	0.36	0.29	0.31	0.44	37	34	24	7%
603983.SH	丸美股份	36.15	145.12	0.62	0.63	0.92	1.27	57	39	28	27%
代运营商											
605136.SH	丽人丽妆	12.10	48.46	1.02	0.64	0.84	0.97	19	14	12	-2%
300792.SZ	壹网壹创	27.62	65.92	1.37	1.48	1.64	1.84	19	17	15	10%
原料商											
300856.SZ	科思股份	55.15	93.38	1.18	2.21	2.59	3.27	25	21	17	41%
001218.SZ	丽臣实业	21.05	26.52	1.99	1.41	2.06	2.20	15	10	10	3%
生产商											
300955.SZ	嘉亨家化	29.26	29.49	0.96	0.95	1.53	1.96	31	19	15	27%
300132.SZ	青松股份	7.54	38.95	-1.76	-0.34	0.34	0.48	-22	23	16	-
潮玩											
9992.HK	泡泡玛特	17.50	241.59	0.61	0.70	1.00	1.45	25	18	12	33%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 20221202; 嘉亨家化、丽臣实业为 Wind 一致预测)

5、原材料价格跟踪

棕榈油: 本周五价格较上周五持平, 较高点 (6 月 8 日) 下降 48.4%。

原油价格: 本周五价格较上周五上涨 1.67%。

PP 指数: 本周五较上周五上涨 2.05%。

LDPE 出厂价: 本周价格稳定在 8900 元/吨。

欧洲天然气 TTF 现货价: 11 月初来波动上涨, 11.29 价格较 11.1 上涨 531%, 较高点 (8 月 26 日) 下降 59.8%。

图表 26: 棕榈油平均价 (元/吨)



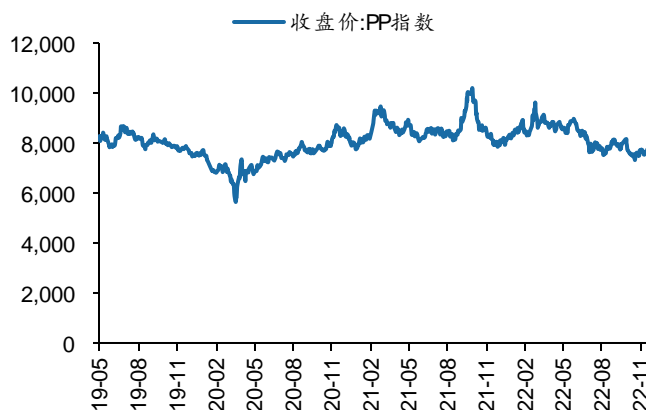
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 27: 原油价格 (美元/桶)



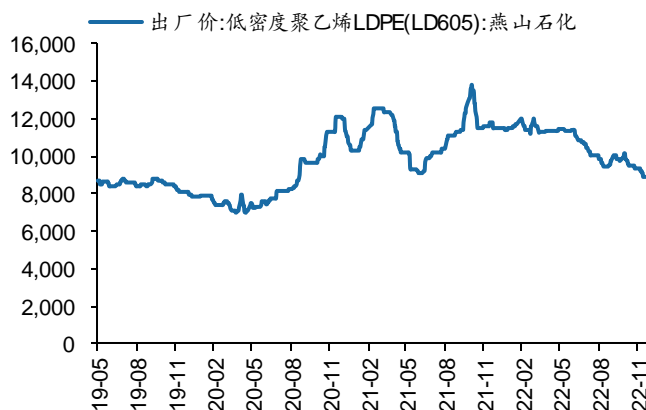
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: PP 指数



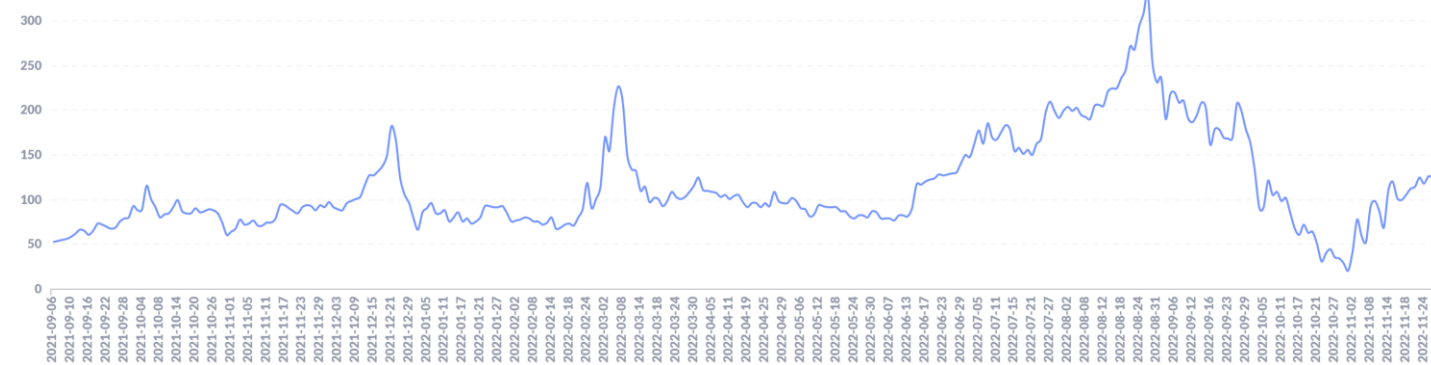
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: LDPE 出厂价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 欧洲天然气 TTF 现货价



来源: 彭博, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

6、行业公司动态

6.1 行业动态

■ 上美通过港交所聆讯

根据青眼 12 月 5 日报道: 上海上美集团公布通过港交所聆讯。1H22 上美集团总营收为 12.6 亿元、同降 31%, 主要系疫情影响其在上海的生产和交付。分品牌看, 1H22 韩束、一叶子及红色小象三个品牌的收入占总收入的 93.0%; 分品类看, 护肤/母婴护理品类营收占比分别为 73.6%/25.4%。

■ 欧莱雅投资法国生物科技公司

根据聚美丽 12 月 3 日报道: 1 月 29 日, 欧莱雅财政官网宣布与法国生物技术公司 Microphyt 建立战略合作伙伴关系, 欧莱雅的风险投资基金 BOLD 收购了 Microphyt 的少数股权。

Microphyt 成立于 2007 年, 总部位于 Baillargues (法国埃罗地区), 目前拥有 50 名员工, 其产品组合包括 7 个专利, 主营开发、生产和销售源自微藻的天然成分。另外, 欧莱雅和 Microphyt 还将建立一个技术平台, 将物质和人力资源结合起来, 从微藻生物质中创造原材料。两家公司的目标是建立长期合作伙伴关系, 共同开发新的化妆品解决方案。

■ 話梅开设线下折扣店

根据化妆品观察 12 月 4 日报道：美妆集合店 HARMAY 話梅在上海推出“簋市”限时店，主打超低价化妆品，店内按照折扣力度分为 2 折区，5.5 折区及四件 6.8 折区。据悉，“簋市”限时店采取售票制，消费者需花费 39 元购票进入，話梅黑卡会员可免费进入，限时开放 3 个月。

■ 宝洁旗下品牌 Snowberry 天猫关店

根据化妆品观察 12 月 4 日报道：宝洁旗下纯净美妆品牌 Snowberry 关闭了天猫官方店铺，京东和淘宝等平台也开始销售打折产品，其官方微博账号最近更新时间为 2021 年 8 月，该品牌或已退出中国市场。Snowberry 于 2018 年被宝洁收购，2019 年进入中国市场，2020 年销售额近 3000 万元。

6.2 公司公告

图表 31：化妆品上市公司重点公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
水羊股份	11 月 29 日	对外担保	公司及控股子公司水羊制造对外担保总额超过最近一期经审计净资产 100%，前述担保均为公司对全资子公司的担保，财务风险处于公司可控范围内。
健之佳	11 月 29 日	业绩说明会	公司将在 2022 年 12 月 2 日于上海证券交易所上证路演中心召开 2022 年三季度集体业绩说明会。
若羽臣	11 月 30 日	股票质押延期购回	2022 年 11 月 28 日公司控股股东王玉先生对所持有的公司部分股权办理了股票质押延期购回业务，共计 572.1 万股，占公司总股本的 4.70%。
朗姿股份	11 月 30 日	授信额度申请	为满足日常经营和业务发展资金需要，公司向北京银行股份有限公司顺义支行申请最高授信额度 5,000 万元，公司控股股东、实际控制人申东日先生及其配偶翁洁女士为公司提供保证担保。
珀莱雅	12 月 1 日	可转换公司债券付息	珀莱雅化妆品股份有限公司于 2021 年 12 月 8 日发行的可转换公司债券将于 2022 年 12 月 8 日开始支付自 2021 年 12 月 8 日至 2022 年 12 月 7 日期间的利息。

来源：公司公告，国金证券研究所

7、风险分析

营销发展不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期：22 年抖音快速放量、线上平台多元化发展。抖音生态与淘系不同，品牌能否快速学习抖音法则、做好 GMV 及实现盈利，存在一定的不确定性。

数据跟踪误差：GMV 数据来自第三方爬虫平台、或存误差，仅供参考。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

北京**深圳**

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402