

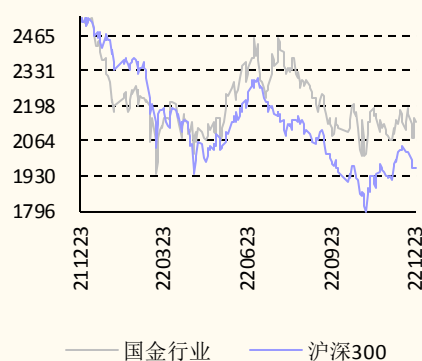
## 化妆品组

## 化妆品与日化行业研究 买入 (维持评级)

## 行业中期年度报告

## 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	2133
沪深300指数	3828
上证指数	3046
深证成指	10850
中小板综指	11445



## 相关报告

- 1.《防疫优化，关注成长确定性和复苏弹性标的-化妆品周专题1204》，2022.12.6
- 2.《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
- 3.《丸美股份本周领涨，10月电商靓丽初步兑现》，2022.11.7
- 4.《Q3总结：淡季总体偏淡，品牌继续分化》，2022.10.31
- 5.《从工厂/电商/品牌/代运营看“双11”备战》，2022.10.24

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

## 坚守龙头，掘金成长与改善

## 投资建议

- 品牌商：聚焦品牌生命周期价值，关注三大投资主线：1) 强势优质龙头公司，推荐大单品持续发力、子品牌多点开花的珀莱雅；2) 边际改善或修复品牌，推荐恋火表现亮眼+货盘结构健康向上+电商负责人到位后期待“大单品”逻辑继续深化/“品牌”逻辑逐步兑现的丸美股份以及 23 年疫情/特渠/超头高基数拖累因素基本消除、业绩望加速修复的上海家化；3) 分享细分赛道红利的新锐品牌。
- 原料商：国产原料凭借高性价比优势有望崛起，首推防晒剂产品进一步放量、非防晒剂新品投产的科思股份。
- 生产商：化妆品新规逐步消化、生产有序恢复，建议关注疫后修复+新产能释放的头部代工厂。

## 化妆品：坚守龙头，掘金成长与改善

- 基本面回顾：22 年疫情反复+消费信心偏弱下美妆品类β红利减弱、消费向大促集中，但行业整体成长属性仍存。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 1-11 月化妆品零售额增速-3.1%、低于同期限额以上商品零售总额 2.1%的增速。以淘系为主的线上大盘总体增长承压，抖音继续分流、大促表现亮眼，据魔镜+飞瓜数据，22 年 1-11 月淘系+抖音护肤/彩妆同比个位数增长/下降，10-11 月抖音美妆月度销售额占比提升至 23.4%。
- 板块回顾：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；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；受中国疫情冲击，国际美妆集团中国区表现欠佳，其中日韩品牌增长承压、欧莱雅/雅诗兰黛增速放缓，1-3Q22 欧莱雅北亚区销售额同增 17.5%、其中中国市场同比个位数增长（21 年欧莱雅中国市场同比双位数增长），资生堂中国区销售额同降 9.9%，雅诗兰黛中国区同比个位数下降。生产商疫后 3Q22 开启持续修复，代运营业绩整体延续承压。
- 行情回顾：化妆品板块 4 月下旬开始反弹、之后一直跑赢沪深 300 指数，“618”疫后需求回补、大促行情凸显、具有更为明显的超额收益，“双 11”行情表现偏平淡。板块对比来看，化妆品板块处于中下游。估值来看，1-3Q 总体下行、Q4 以来市场偏好边际改善型标的板块估值抬升。
- 行业趋势：1) 集中度提升，看好本土优质公司扩张潜力。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。国货优质品牌势起、借力大单品突围，看好后续市场份额提升。2) 寻找潜力大单品：国货品牌仍处于产品赋能品牌阶段，大单品是突围关键。3) 功效护肤延续景气，重组胶原蛋白再造新蓝海。重组胶原蛋白处于概念普及期，壁垒高、格局优，高增长，据 Frost & Sullivan 数据，预计 22-27 年重组胶原蛋白功效性护肤品/医用敷料复合增速分别为 55%/28.8%。

## 风险提示

- 新品/营销/抖音渠道发展不及预期；代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动。

## 内容目录

1、基本面回顾：22年美妆品类β红利减弱、线上大盘增长承压.....	4
2、板块回顾：品牌商加剧分化，生产商疫后开启修复.....	5
2.1 品牌商分化加剧趋势延续，本土龙头势起.....	5
2.2 生产商疫后开启持续修复.....	6
2.3 代运营业绩整体延续承压.....	7
3、行情回顾：板块表现处中下游，不乏个股机会.....	7
3.1 估值：1-3Q下行，Q4边际改善型标的带动估值抬升.....	8
3.2 成长确定性及边际改善型标的跑赢大盘.....	8
4、行业趋势：集中度提升、大单品发力、功效护肤是三大主旋律.....	9
4.1 集中度提升，看好本土优质公司扩张潜力.....	9
4.2 寻找潜力大单品.....	11
4.3 功效护肤延续景气，重组胶原蛋白再造新蓝海.....	12
5、投资建议：挖掘品牌生命周期价值、把握上游优质供应链.....	15
5.1 投资主线一：头部品牌集团化运作确定性强.....	15
5.2 投资主线二：边际改善型腰部品牌、更上一层楼台阶.....	16
5.3 投资主线三：分享细分赛道红利的新锐品牌.....	18
5.4 投资主线四：原料商首推成长龙头科思股份.....	18
5.5 投资主线五：化妆品新规逐步消化+疫后修复+新产能爬坡的头部生产商.....	19
6、风险分析.....	19

## 图表目录

图表 1：限额以上化妆品零售额单月同比增速.....	4
图表 2：化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速.....	4
图表 3：淘系大促月份（6/11月）销售额占前11个月销售总额的比例.....	4
图表 4：1-11M22 淘系+抖音护肤/彩妆同比个位数增长/下降.....	5
图表 5：1-11M22 淘系护肤/彩妆销售额同降 9.7%/22%、明显放缓.....	5
图表 6：抖音美妆月度销售额占比中枢提升至 25%.....	5
图表 7：1-11M22 抖音护肤/彩妆销售额同增.....	5
图表 8：本土美妆头部公司营收增速表现显著较优.....	6
图表 9：本土美妆头部公司利润增速表现显著较优.....	6
图表 10：22年来国际美妆集团中国区表现欠佳.....	6
图表 11：3Q22 生产商营收降幅收窄.....	7
图表 12：生产商 21 年来毛利率受损.....	7

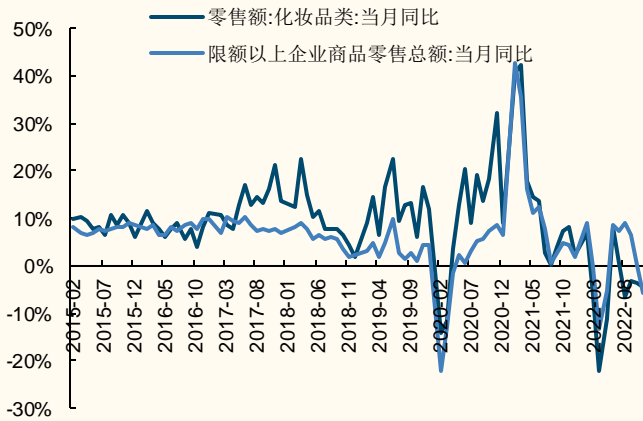
图表 13: 代运营板块 1-3Q22 营收同降 5.2% .....	7
图表 14: 代运营板块 1-3Q22 归母净利润同降 81%.....	7
图表 15: 化妆品板块涨跌幅 (22.1.1-22.12.21) .....	8
图表 16: 板块涨跌幅对比 (22.1.1-22.12.21) .....	8
图表 17: 化妆品板块及子板块估动态估值 (PE, ttm) .....	8
图表 18: 美妆品牌商子版块个股动态估值 (PE, ttm) .....	8
图表 19: 22 年初至今个股涨跌幅 (截至 2022.12.21) .....	9
图表 20: 2018 年来我国护肤行业公司集中度持续提升 .....	9
图表 21: 2018 年来我国护肤行业品牌集中度持续提升 .....	9
图表 22: 21 年我国护肤行业 TOP10 品牌市占率变化趋势.....	10
图表 23: 18-21 年我国护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率提升 .....	10
图表 24: 各国护肤行业公司 CR10 对比 .....	10
图表 25: 淘系美容护肤 TOP20 品牌 .....	11
图表 26: 小棕瓶发展历史.....	11
图表 27: 如何定义大单品.....	12
图表 28: 代表大单品淘系年销售额及销量 .....	12
图表 29: 16-21 年我国皮肤学级护肤品市场规模 CAGR 32.6% .....	13
图表 30: 淘系重点护肤品牌 22 年 1-10 月同比增速.....	13
图表 31: 重组胶原蛋白成分处于概念普及期.....	13
图表 32: 中国重组胶原蛋白产品分应用市场规模 (十亿元) .....	13
图表 33: 布局重组胶原蛋白的护肤品牌.....	14
图表 34: 国内主要胶原蛋白生产厂商.....	15
图表 35: 珀莱雅盈利预测.....	16
图表 36: 贝泰妮盈利预测.....	16
图表 37: 丸美股份盈利预测.....	17
图表 38: 上海家化盈利预测.....	17
图表 39: 科思股份盈利预测.....	19
图表 40: 青松股份盈利预测.....	19

## 1、基本面回顾：22 年美妆品类 β 红利减弱、线上大盘增长承压

22 年美妆品类 β 红利减弱、行业总体增速放缓。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 1-11 月化妆品零售额增速 -3.1%、低于同期限额以上商品零售总额 2.1% 的增速。对比三大可选消费品类，化妆品表现居中。1-11M22 化妆品类/金银珠宝类/服装鞋帽针纺织品类累计同比 -3.1%/+0.8%/-5.8%。

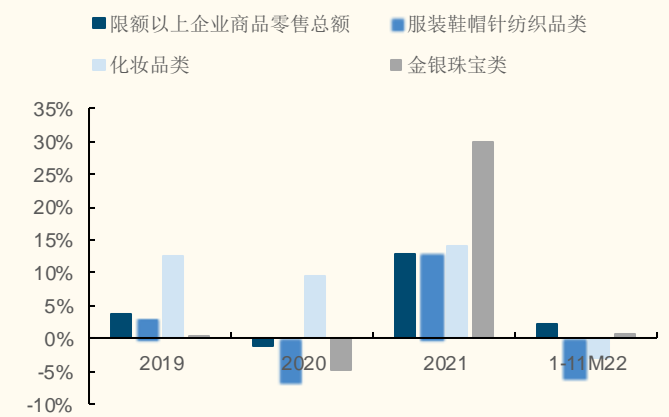
化妆品零售 6M22 疫后回暖，7-10 月销售淡季表现平稳。22 年 3-5 月化妆品终端受疫情影响、零售额分别同降 6.3%/降 22.3%/降 11%，6 月疫后回暖、零售额同增 8.1%，7-10 月销售淡季表现平稳，11 月同降 4.6%。

图表 1：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

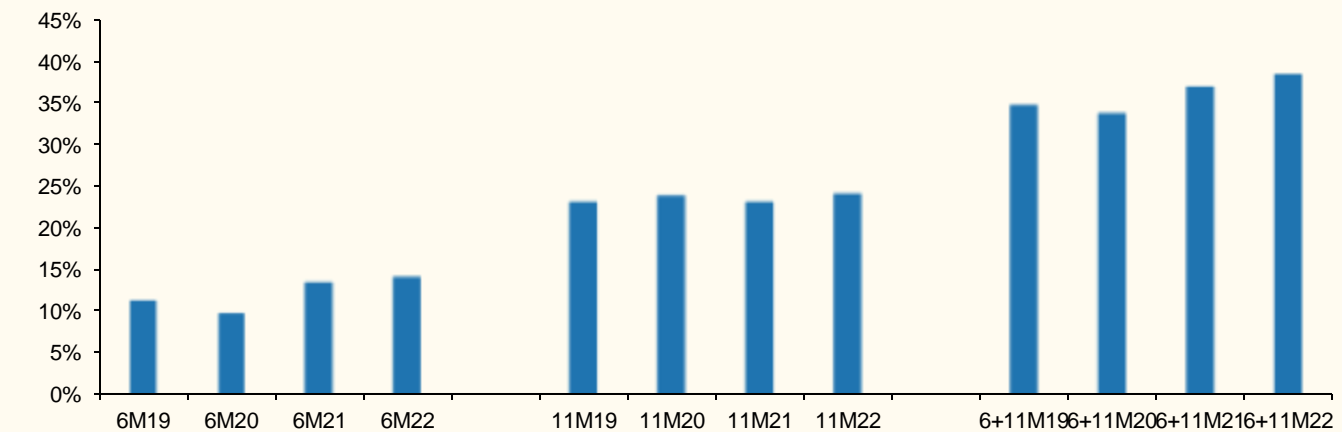
图表 2：化妆品/服装/金银珠宝类零售额累计同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

22 年疫情反复+消费信心偏弱下美妆消费向大促集中。根据魔镜数据，22 年淘系大促月份（6+11 月）销售额占前 11 个月销售总额的比例为 38.4%、较 20 年/21 年提升 4.7/1.6PCT。

图表 3：淘系大促月份（6/11 月）销售额占前 11 个月销售总额的比例



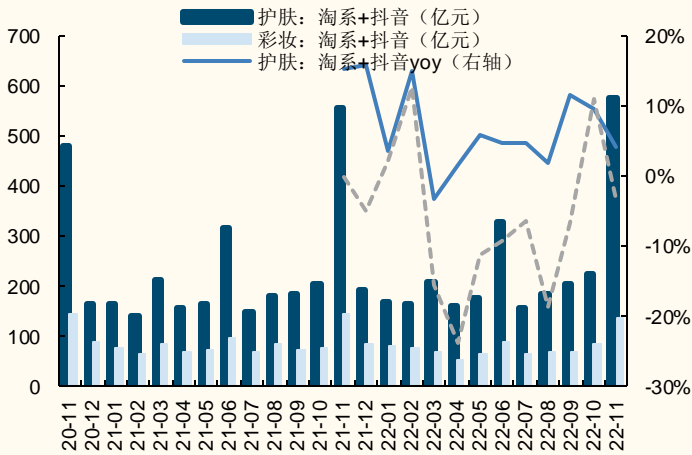
来源：魔镜数据，国金证券研究所

### ■ 以淘系为主的线上大盘总体增长承压，抖音继续分流、大促表现亮眼

淘系+抖音护肤/彩妆同比个位数增长/下降。22 年 1-11 月淘系+抖音护肤销售额 2556 亿元、同增 5%、增速较 20 年/21 年的 20%/+10%+放缓，彩妆销售额 856 亿元、同降 6.4%。

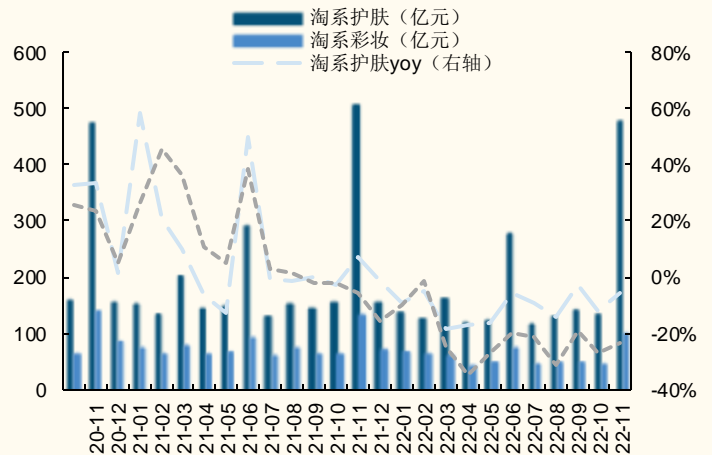
淘系：22 年 1-11 月护肤+彩妆销售额 2618 亿元、同降 13%（较 20 年/21 年 24.1%/8.7% 的增速显著放缓），其中护肤销售额 1964 亿元、同降 9.7%，彩妆销售额 654 亿元、同降 22%，降幅较大主要系抖音等平台分流+超头缺席。

图表 4: 1-11M22 淘系+抖音护肤/彩妆同比个位数增长, 下降



来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所 (注: 22.8 前抖音大盘为 TOP300 品牌销售额之和, 22.9-22.11 抖音大盘取区间中值, 下同)

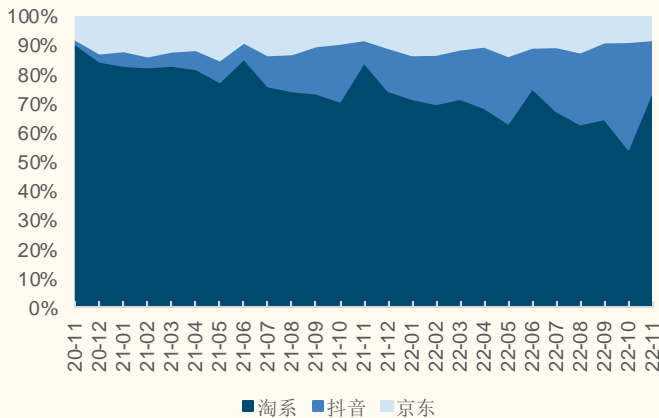
图表 5: 1-11M22 淘系护肤/彩妆销售额同降 9.7%/22%, 明显放缓



来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

抖音美妆月度销售额占比中枢提升至 25%，抖音护肤+彩妆 GMV 占淘系+京东+抖音的比例从 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%；大促表现亮眼，22 年 10-11 月抖音护肤销售额 175-200+亿元、同增 81%-107%+，彩妆销售额 50-75 亿元、同增 100%+，护肤+彩妆合计销售额占淘系+京东+抖音的比例达 23.4%、较去年同期提升 12.2PCT。

图表 6: 抖音美妆月度销售额占比中枢提升至 25%



来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表 7: 1-11M22 抖音护肤/彩妆销售额同增



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

## 2、板块回顾：品牌商加剧分化，生产商疫后开启修复

### 2.1 品牌商分化加剧趋势延续，本土龙头势起

头部公司：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%。

成长型公司：3Q22 鲁商发展化妆品业务淡季收入增速放缓、同比+12%，华熙生物功效性护肤保持行业中较高增速（预计同增 30%+）。

边际改善型公司：疫情影响渐退、业绩向好，上海家化 Q3 收入/归母净利同增 1.17%/15.55%、较 Q2 收入/净利同比-24%/亏损有所改善；主品牌持续调整中，彩妆品牌恋火表现亮眼，丸美股份 Q3 收入/归母净利同增 24%/扭亏为盈。

图表 8: 本土美妆头部公司营收增速表现显著较优

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

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 1) 鲁商发展/华熙生物仅包含化妆品业务; 2) 1Q21-3Q22 美妆品牌商板块营收增速未包含华熙生物化妆品业务)

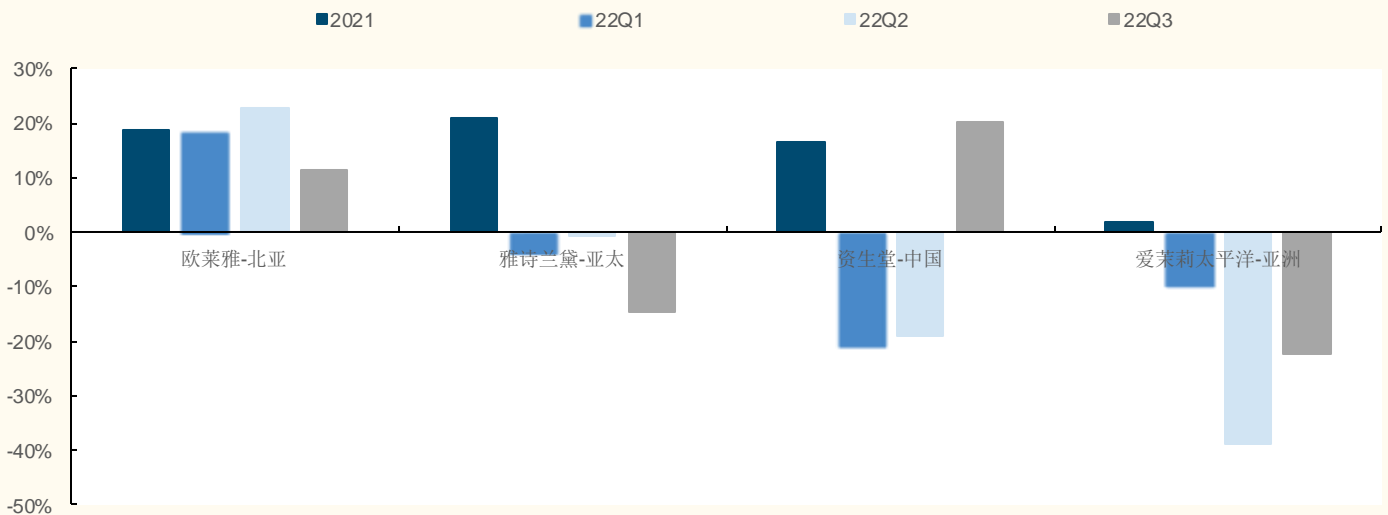
图表 9: 本土美妆头部公司利润增速表现显著较优

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

受中国疫情冲击, 国际美妆集团中国区表现欠佳。日韩品牌增长承压, 欧莱雅/雅诗兰黛增速放缓。1-3Q22 欧莱雅北亚区销售额同增 17.5%、其中中国市场同比个位数增长 (21 年欧莱雅中国市场同比双位数增长), 资生堂中国区销售额同降 9.9%, 雅诗兰黛亚太区销售同降 3.6%。

图表 10: 22 年来国际美妆集团中国区表现欠佳



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

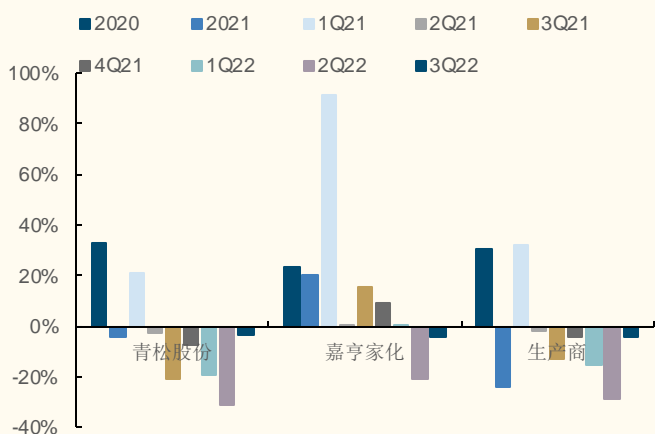
## 2.2 生产商疫后开启持续修复

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+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。

青松股份: 诺斯贝尔商誉减值、机器设备减值、信用减值致 Q3 亏损, 不考虑减值影响净利润 0.13 亿元。3Q22 公司毛利率 4.88%、同比+0.19PCT、环比+0.22PCT、略有改善, 但仍显著低于 1H21 以前 20%+的毛利率。

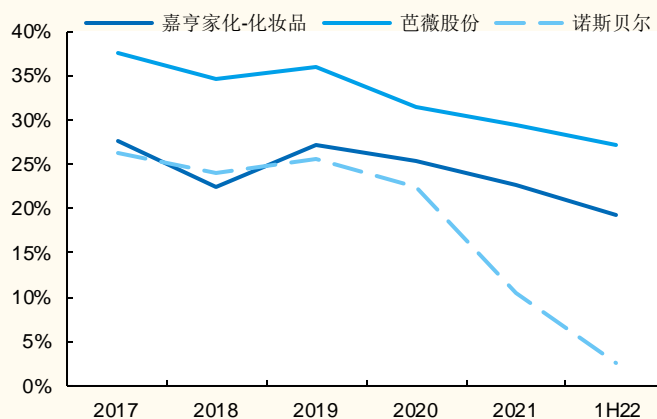
嘉亨家化 3Q22 环比略有改善, 毛利率/净利率环比+0.17/+2.46PCT。

图表 11: 3Q22 生产商营收降幅收窄



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 生产商 21 年来毛利率受损



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 2.3 代运营业绩整体延续承压

受天猫流量趋于饱和、成长红利减弱, 线上流量成本上升、竞争加剧, 业务结构调整, 新渠道/新品类贡献增量有限, 21 年开始代运营板块营收与净利润增长承压。

代运营板块 21 年/1Q22/2Q22/3Q22 营收分别同降 6.5%/降 0.8%/降 14.4%/增 3.3%, 归母净利润分别同降 1%/降 55%/降 83%/降 100%。

图表 13: 代运营板块 1-3Q22 营收同降 5.2%

	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
壹网壹创	-10%	-13%	4%	-23%	-9%	-14%	20%	39%	58%
丽人丽妆	19%	-10%	16%	-4%	-2%	-23%	-5%	-23%	-16%
若羽臣	18%	13%	15%	3%	26%	14%	6%	-24%	-2%
凯淳股份	15%	-6%	4%	-3%	-14%	-9%	-17%	-19%	8%
代运营	12.3%	-6.5%	12.0%	-6.4%	-0.5%	-16.1%	-0.8%	-14.4%	3.3%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表 14: 代运营板块 1-3Q22 归母净利润同降 81%

	2020	2021	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
壹网壹创	42%	5%	12%	20%	39%	-16%	-2%	-28%	-46%
丽人丽妆	19%	21%	5%	49%	36%	1%	-71%	亏损	亏损
若羽臣	3%	-67%	38%	-27%	-71%	亏损	-81%	-73%	19%
凯淳股份	27%	-43%	-12%	-13%	-63%	-71%	亏损	亏损	亏损
代运营	25%	-1%	9%	25%	8%	-24%	-55%	-83%	-100%

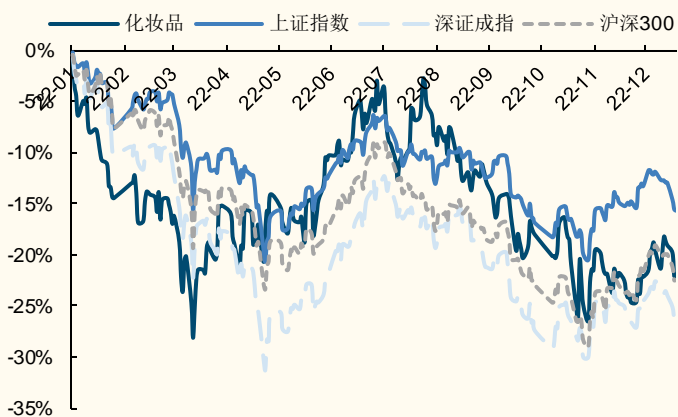
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 3、行情回顾: 板块表现处中下游, 不乏个股机会

化妆品板块自年初以来总体下跌、与大盘走势基本一致。4 月下旬开始反弹、之后一直跑赢沪深 300 指数, “618” 疫后需求回补、大促行情凸显、具有更为明显的超额收益, “双 11” 行情表现偏平淡。截止 12 月 21 日, 化妆品板块累计下跌 22.07%、略跑赢沪深 300 0.4 PCT。

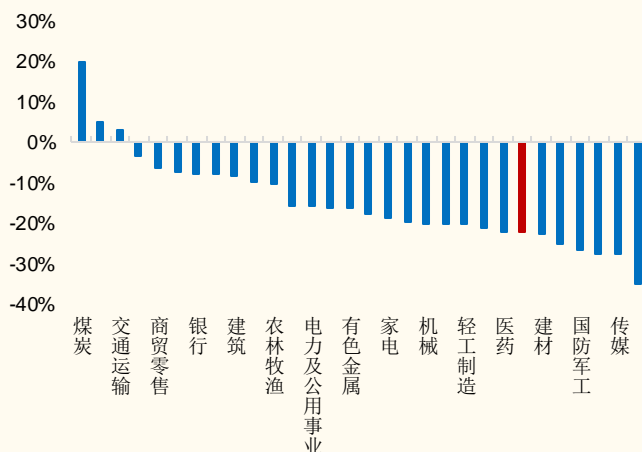
板块对比, 化妆品板块处于中下游。

图表 15: 化妆品板块涨跌幅 (22.1.1-22.12.21)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 板块涨跌幅对比 (22.1.1-22.12.21)



来源: Wind, 国金证券研究所

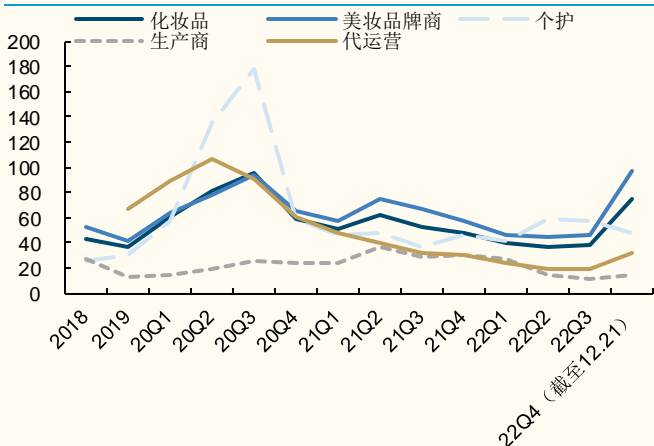
### 3.1 估值: 1-3Q 下行, Q4 边际改善型标的带动估值抬升

前三季度化妆品板块估值总体下行, 主要为子板块 (生产商及代运营) 及个股表现分化拖累, 美妆品牌商估值总体稳健。

Q4 以来板块估值有所抬升, 主要系市场偏好边际改善型标的, 鲁商发展拟剥离地产开发业务催化、电商经营边际改善的丸美股份、疫后修复叠加产能爬坡盈利能力望优化的生产商 (青松股份/嘉亨家化) 等个股估值提升明显。头部优质品牌商珀莱雅估值维持稳健, 贝泰妮受悲观情绪影响估值下行。

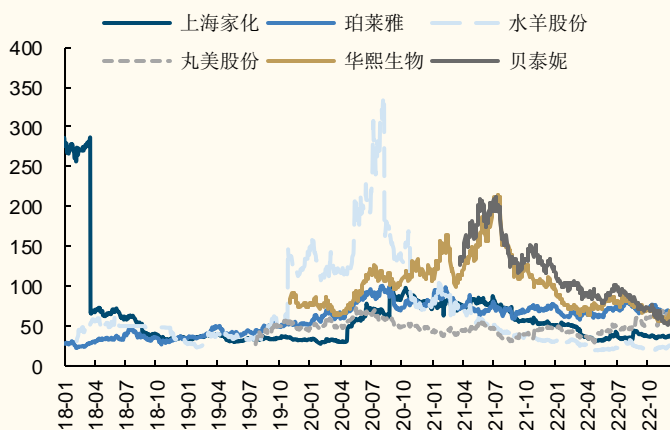
当前化妆品板块 PE TTM 74, 处于 2020 年来 82%分位。

图表 17: 化妆品板块及子板块估动态估值 (PE, ttm)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 美妆品牌商子板块个股动态估值 (PE, ttm)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2 成长确定性及边际改善型标的的跑赢大盘

优质原料商科思股份、品牌商珀莱雅/丸美股份股价表现坚挺, 自年初至今 (12.21) 分别累计涨 14.31%、6.12%、8.15%, 其他个股下跌。其中, 头部品牌商珀莱雅/原料商科思股份兼具成长性和业绩增长确定性, 丸美股份电商经营边际改善、估值提升。

图表 19: 22 年初至今个股涨跌幅 (截至 2022.12.21)

证券代码	证券简称	累计涨跌幅	相对板块涨跌幅	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300856.SZ	科思股份	14%	36%	39812	81
603983.SH	丸美股份	8%	30%	45731	137
603605.SH	珀莱雅	6%	28%	33125	446
003010.SZ	若羽臣	-13%	9%	81499	23
300740.SZ	水羊股份	-14%	8%	203423	53
688363.SH	华熙生物	-20%	2%	80000	598
600223.SH	鲁商发展	-20%	2%	363636	106
300955.SZ	嘉亨家化	-23%	-1%	21398	25
603630.SH	拉芳家化	-29%	-7%	58657	32
600315.SH	上海家化	-29%	-7%	120006	193
300957.SZ	贝泰妮	-32%	-10%	49162	548
300132.SZ	青松股份	-39%	-16%	256484	36
300792.SZ	壹网壹创	-42%	-20%	87472	67
605136.SH	丽人丽妆	-48%	-26%	93605	50

来源: Wind, 国金证券研究所

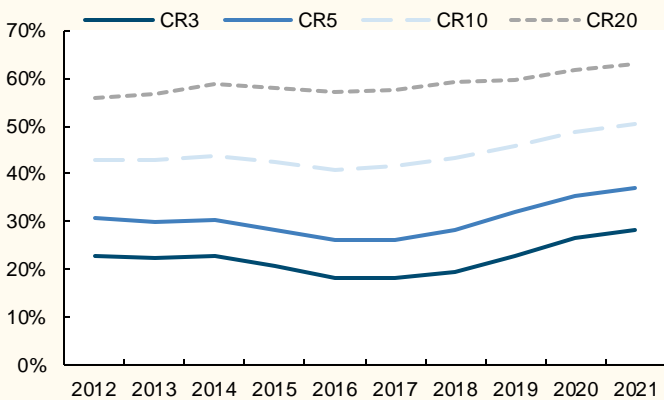
#### 4、行业趋势: 集中度提升、大单品发力、功效护肤是三大主旋律

##### 4.1 集中度提升, 看好本土优质公司扩张潜力

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。

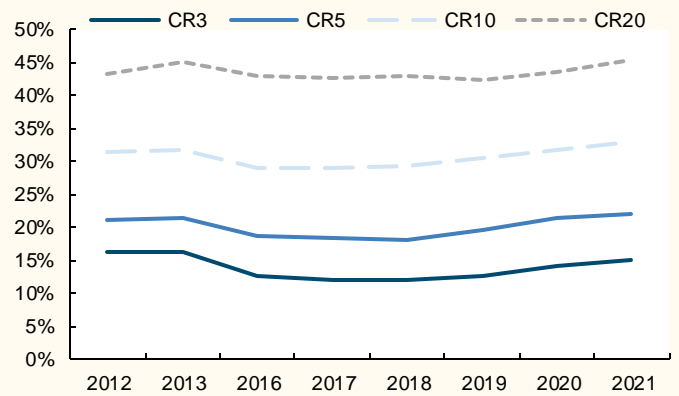
根据欧睿数据, 2018 年来我国护肤行业公司 CR3/CR5/CR10/CR20 的市场份额持续提升, 2021 年分别为 28.3%/37.2%/50.4%/63.1%、较 20 年提升 1.8/1.7/1.7/1.5 PCT。细拆至品牌, 头部公司市占率提升主要系其旗下主品牌市占率提升。

图表 20: 2018 年来我国护肤行业公司集中度持续提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

图表 21: 2018 年来我国护肤行业品牌集中度持续提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

品牌端来看, 国际超头部/国货新龙头市占率提升。2021 年 CR3/CR5/CR10/CR20 分别为 15.2%/22%/32.9%/45.3%、较 20 年提升 1.0/0.5/1.0/1.6 PCT。

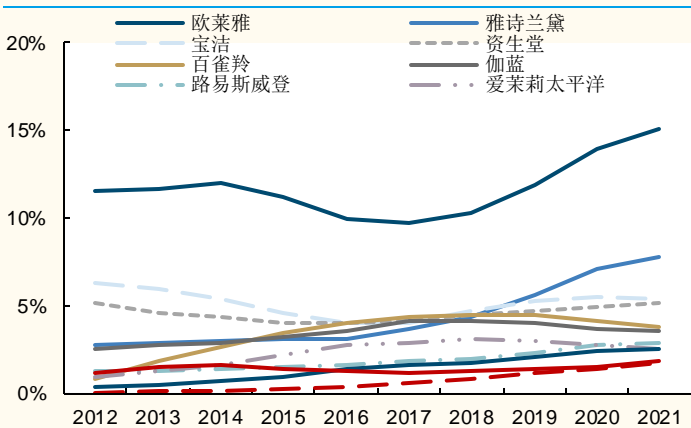
图表 22: 21 年我国护肤行业 TOP10 品牌市占率变化趋势

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧莱雅	5.6	5.1	4.6	4.1	4.1	4.5	5.1	5.3
兰蔻	2.2	2.1	2.1	2.5	3	3.7	4.7	5.1
雅诗兰黛	2	2.1	2	2.4	2.9	3.6	4.4	4.8
百雀羚	2.6	3.4	4	4.4	4.5	4.5	4.1	3.8
玉兰油	4.7	4	3.2	2.9	3.1	3.4	3.2	3
自然堂	2.3	2.5	2.8	3.3	3.4	3.4	3.1	3
SK-II	0.7	0.7	0.8	1.1	1.6	1.9	2.3	2.4
海蓝之谜	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	1.2	1.7	2.1
珀莱雅	1.4	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7
薇诺娜	0.1	0.2	0.4	0.6	0.8	1.1	1.4	1.7

来源: 欧瑞数据, 国金证券研究所

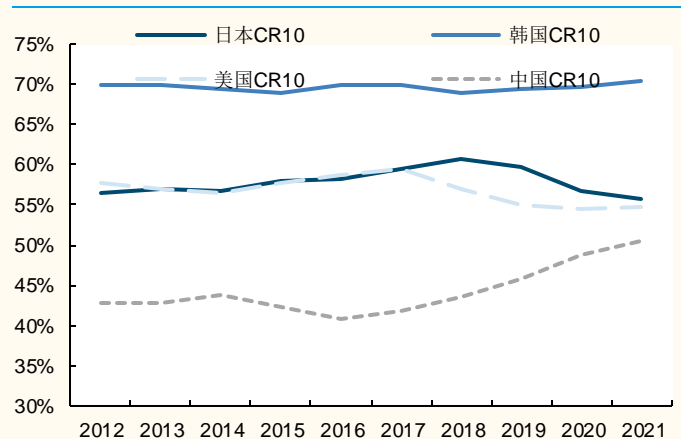
看好本土优质美妆公司市占率提升潜力。对比各国护肤公司 CR10 的市场份额, 21 年日本/中国/美国/韩国分别为 55.8%/50.4%/54.8%/70.3%, 中国护肤行业集中度仍有提升空间。本土护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率持续提升, 2018-2021 年珀莱雅市占率由 1.3%提升至 1.8%, 贝泰妮市占率由 0.8%提升至 1.7%。

图表 23: 18-21 年我国护肤头部公司贝泰妮/珀莱雅市占率提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

图表 24: 各国护肤行业公司 CR10 对比



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

淘系护肤集中度提升, 国货优质头部品牌凭借高性价比大单品+优秀的线上核心能力+灵活反应、逐步实现淘系渠道突围。22 年 10-11 月 CR5/CR10/CR20 分别为 18.3%/28.2%/39.5%、较去年同期提升 6.6/8.4/9.6PCT, TOP20 榜单占据四席(去年 3 席), 珀莱雅/薇诺娜第 4/6, 去年第 8/第 7。

图表 25: 淘系美容护肤 TOP20 品牌

	1Q21	2Q21	3Q21	10-11M21	1Q22	2Q22	3Q22	10-11M22
CR5	11%	12%	8%	12%	11%	14%	9%	18%
CR10	17%	19%	14%	20%	19%	22%	14%	28%
CR20	25%	28%	22%	30%	28%	31%	22%	40%

排名	品牌	淘系护肤10-11M22			淘系护肤22Q3			淘系护肤22Q2			淘系护肤22Q1					
		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%	-0.7%
4	珀莱雅	19.7	3.2%	78%	sk-ii	5.9	1.5%	-17%	玉兰油	12.3	2.3%	45%	海蓝之谜	7.9	1.8%	28.7%
5	玉兰油	19.2	3.1%	124%	珀莱雅	5.7	1.4%	-1%	珀莱雅	11.0	2.1%	73%	珀莱雅	7.6	1.8%	58.8%
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%	-3%	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%	6%	玉兰油	6.2	1.4%	15.7%
9	sk-ii	11.1	1.8%	-1%	资生堂	4.1	1.1%	-21%	资生堂	8.0	1.5%	36%	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%	4%	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%	38.8%
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%	芙丽芳丝	3.3	0.8%	-6%	赫莲娜	5.0	1.0%	-2%	后	4.1	0.9%	-6.9%
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%	-5.6%
15	娇兰	7.5	1.2%	-36%	赫莲娜	3.0	0.8%	-4%	芙丽芳丝	4.7	0.9%	-2%	自然堂	3.8	0.9%	-8.1%
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%	-3%	珂润	3.6	0.8%	1.9%
18	芙丽芳丝	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%	35%	芙丽芳丝	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%	-11.4%
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

#### 4.2 寻找潜力大单品

国货品牌仍处于产品赋能品牌阶段, 大单品是突围关键。大单品代表品牌的心智, 大单品策略是长期趋势、是驱动品牌销量持续稳定增长的关键。参考雅诗兰黛小棕瓶发展历史, 从1982年推出第一代“小棕瓶”到2020年升级至第7代小棕瓶, 成为雅诗兰黛的品牌名片。

消费者选择众多且具备一定护肤专业知识背景下, 集中投放大单品使得消费者形成记忆、促进购买, 再凭借大单品自身强产品力吸引消费者复购, 同时通过大单品带动同系列产品销售。

图表 26: 小棕瓶发展历史



来源: 国金证券研究所

如何定义大单品？我们认为大单品具有四个属性：1) 独家核心原料/配方；2) 生命周期长且强；3) 功效性满足大众消费者的普遍需求；4) 拉动品牌矩阵产品增长。

图表 27: 如何定义大单品

大单品	独家核心原料/配方	1) 形成差异化；2) 意味着进入壁垒高、难模仿 例如神仙水主打的Pitera、兰蔻小黑瓶的二裂酵母、Olay小白瓶的烟酰胺、赫莲娜黑绷带的玻色因
	生命周期长且强	1) 持续迭代升级、强化认知/保持新鲜感；2) 高粘性带来的高复购、销量持续增长/价格保持稳定
	功能性满足大众消费者的普遍需求	定位功效赛道，且该赛道市场天花板足够高，例如抗衰、美白、维稳修护
	拉动品牌矩阵产品增长	围绕大单品延伸、形成系列产品，拓宽销量天花板

来源：聚美丽，国金证券研究所

大单品天花板有多高？我们重点跟踪代表大单品淘系年销售额及销量，对于大单品而言，销售额 3/5/10 亿元分别为一道坎，销量 50/100/200 万件分别为一道坎。

图表 28: 代表大单品淘系年销售额及销量

产品	2021 销量 (万件)	2021 销售额 (亿元)	21 年均价 (元)	1-11M22 销量 (万元)	1-11M22 销售额 (亿元)	1-11M22 均价 (元)
欧莱雅紫熨斗	146	8.5	585	222	7.2	323
兰蔻小黑瓶系列	138	9.7	702	68	5.6	817
兰蔻粉水系列	129	4.6	356	66	3.2	489
兰蔻菁纯系列	111	15.0	1350	113	16.3	1443
雅诗兰黛小棕瓶面部精华	105	8.2	785	73	5.7	779
雅诗兰黛小棕瓶眼霜	161	10.1	628	113	6.1	542
修丽可色修精华	70	4.8	695	125	4.8	389
SK-II 神仙水	45	5.3	1182	57	7.0	1215
资生堂悦薇水乳	69	9.9	1426	65	8.9	1358
资生堂红腰子	16	1.9	1166	48	3.5	731
珀莱雅双抗精华	103	2.7	258	173	6.2	356
珀莱雅红宝石精华	63	2.0	324	53	2.5	481
薇诺娜保湿特护霜	177	4.2	238	138	3.7	269

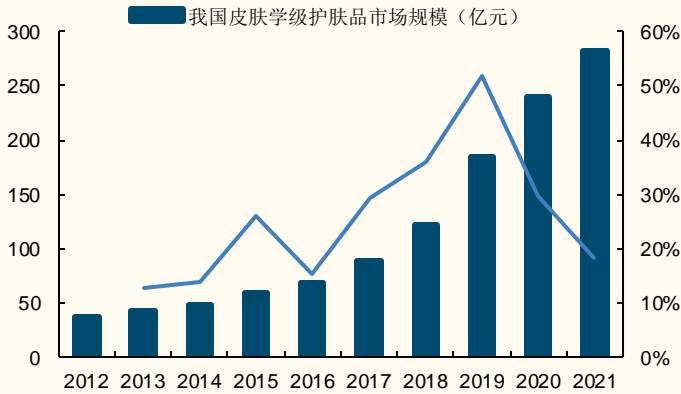
来源：魔镜数据，国金证券研究所

#### 4.3 功效护肤延续景气，重组胶原蛋白再造新蓝海

功效性护肤赛道高景气延续、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。

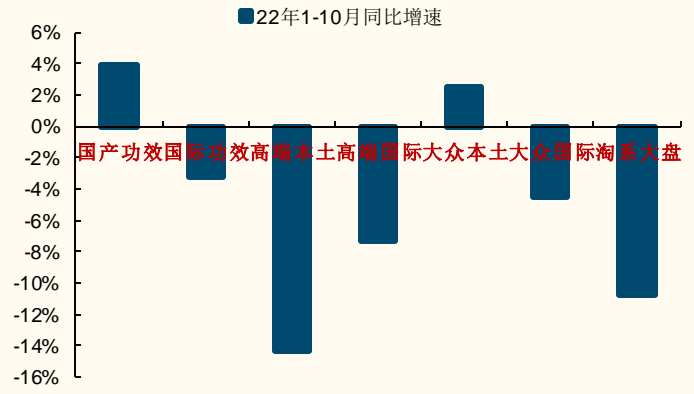
我们重点跟踪 49 个护肤市占率排名靠前/重点公司旗下品牌淘系销售情况，分为本土/国际、高端/大众、功效型进行分析，功效性护肤品牌表现相对较好。22 年 1-10 月增速来看，国产功效 (+3.9%) > 大众本土 (+2.5%) > 国际功效 (-3.2%) > 大众国际 (-4.6%) > 高端国际 (-7.3%) > 淘系护肤大盘 (-10.8%) > 高端本土 (-14.3%)。

图表 29: 16-21 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

图表 30: 淘系重点护肤品牌 22 年 1-10 月同比增速

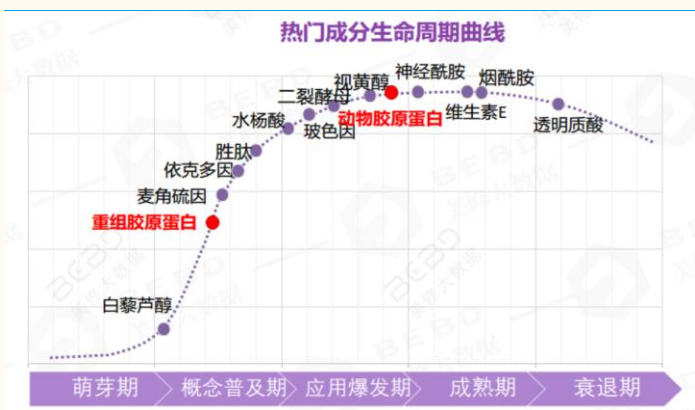


来源: 魔镜数据, 国金证券研究所

重组胶原蛋白: 壁垒高、格局优, 高增长。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/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%。

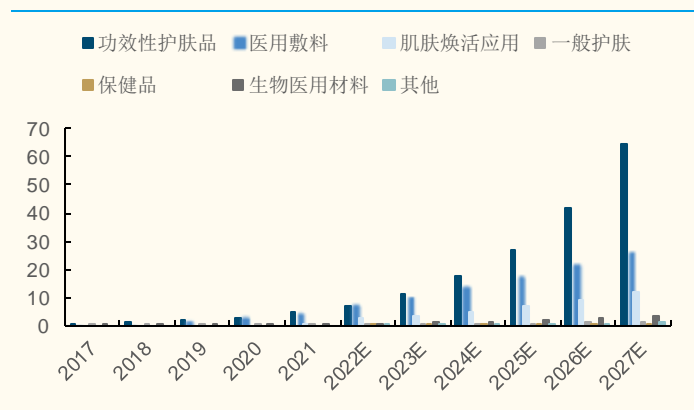
重组胶原蛋白成分处于概念普及期、目前布局品牌相对较少, 随着消费者认知加深, 市场端有望加速进入应用爆发期, 预计 22-27 年重组胶原蛋白功效性护肤品/医用敷料复合增速分别为 55%/28.8%。

图表 31: 重组胶原蛋白成分处于概念普及期



来源: 美丽修行, 国金证券研究所

图表 32: 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

国产品牌引领成分应用, 巨子生物旗下可复美/可丽金市场认知度高, 丸美主推重组双胶原系列产品 (小金针、冻干面膜等)、关注度快速增长。

**图表 33: 布局重组胶原蛋白的护肤品牌**

品牌	产品覆盖	主要成分	上市时间	母公司	品牌介绍
溯华	C3 胶原系列	C3 婴儿胶原 (重组 III 型人源化胶原蛋白)	2021 年	美神生物	定位中高端的创新合成生物科技护肤品牌
丸美	双胶原系列	全人源胶原蛋白 (重组 I 型 + III 型胶原蛋白)	2021 年 3 月	丸美生物	以眼部护理为核心产品的国产护肤品牌
美丽法则	胶原蛋白焕颜系列	全人源胶原蛋白 (重组 I 型 + III 型胶原蛋白)	2021 年 4 月	丸美生物	全人源胶原蛋白作为核心技术的中高端抗衰护肤品牌
植美村	抗初老+素颜产品	重组胶原蛋白 Pro	2020 年	广东幸美	2010 年成立的分龄护肤品牌, 主打敏感肌护肤与功效护肤
肌频	全 SKU	重组 III 型胶原蛋白	——	锦波生物	以重组 III 型胶原蛋白为核心成分的抗衰修护品牌
可丽金	全线	Human-like 重组胶原蛋白 C5HA 仿生组合、类人胶原蛋白	——	巨子生物	以类人胶原蛋白为核心的功能性护肤中高端品牌
可复美	胶原修护系列产品、类人胶原蛋白敷料、次抛精华等	Human-like 重组胶原蛋白 C5HR 仿生组合、类人胶原蛋白	——	巨子生物	皮肤科级别重组胶原蛋白品牌
薇诺娜	酵母重组胶原蛋白液体敷料、敷料贴	酵母重组胶原蛋白	2019 年	贝泰妮生物	专注敏感肌肤的功效性护肤品牌
绽妍	胶原系列产品	重组人源胶原蛋白	2021 年	绽研生物	专注于皮肤屏障修护的专业品牌
麦吉利	胶原蛋白拍拍乳	人源化 III 型胶原蛋白	——	麦吉利	倡导“尽享素颜之美”的高端国货护肤品牌
敷尔佳	重组 III 型人源化胶原蛋白敷料	重组 III 型人源化胶原蛋白	2022 年	敷尔佳	定位专业皮肤护理领域的品牌

来源: 天猫, 美丽修行, 国金证券研究所

高企的研发/产业化壁垒构筑较高的行业准入门槛, 国内重组胶原蛋白研发/制造/产业化水平处于国际第一梯队, 生产厂商主要包括巨子生物、锦波生物、江苏创健医疗、青海创铭等。同时, 国际化妆品原料商赢创发力重组胶原蛋白赛道, 22 年 7 月推出首款通过发酵工艺制备的非动物源、高纯度、可溶性胶原蛋白, 并商业化上市重组胶原蛋白技术平台。

图表 34: 国内主要胶原蛋白生产厂商

公司	来源	胶原蛋白相关注册产品名称	管理类名	代表品牌
巨子生物	重组	类人胶原蛋白敷料	二类	可复美
		类人胶原蛋白修复敷料		可预
		类人胶原蛋白口腔粘膜修复液		可复平
		类人胶原蛋白疤痕修复硅凝胶		可痕
		类人胶原蛋白生物修复敷料		-
		卡波姆类人胶原蛋白妇科凝胶		利妍
		类人胶原蛋白鼻腔黏膜修复凝胶		-
		重组胶原蛋白鼻腔黏膜修复凝胶		-
		重组胶原蛋白生物修复敷料		-
		重组胶原蛋白疤痕修复硅凝胶		可丽金
锦波生物	重组	医用Ⅲ型胶原鼻腔粘膜修复剂、重组Ⅰ型人源化胶原蛋白冻干纤维等共 12 种产品	二类	-
		胶原蛋白敷料(痔疮型)		灵致灵
		重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	三类	薇诗美
青海创铭医疗	重组	酵母重组胶原蛋白疤痕凝胶、酵母重组胶原蛋白口腔粘膜修复液等共 15 种产品	二类	-
北京益而康	牛源	胶原蛋白海绵	三类	倍菱
双美生物	猪源	含利多卡因胶原蛋白植入剂	三类	肤力原
		胶原蛋白植入剂“Sunmax” Collagen Implant I		肤柔美
		胶原蛋白植入剂 Sunmax Collagen Implant I-Plus		肤丽美
长春博泰	牛源	医用胶原充填剂	三类	弗缦
无锡贝迪生物	牛源	医用胶原复配型凝胶敷料	二类	肤可新
		医用胶原蛋白海绵	三类	可即邦
		胶原贴敷料	三类	-
创尔生物	牛源	胶原贴敷料	二、三类	创福康
		胶原蛋白海绵	三类	
浙江崇山生物	牛源	胶原贴敷料	三类	-

来源: 天猫, 美丽修行, 国金证券研究所

## 5、投资建议：挖掘品牌生命周期价值、把握上游优质供应链

品牌商：聚焦品牌生命周期价值，关注三大投资主线：1）强势优质龙头品牌/公司珀莱雅/贝泰妮；2）边际改善或修复品牌丸美股份/上海家化/上海上美（H股）；3）成长性新锐品牌巨子生物（H股）/鲁商发展/华熙生物。

原料商：国产原料凭借高性价比优势有望崛起，首推防晒剂产品进一步放量、非防晒剂新品投产的科思股份。

生产商：化妆品新规逐步消化、生产有序恢复，建议关注疫后修复叠加新产能释放的嘉亨家化，定增引入实控人、聚焦化妆品主业的青松股份。

### 5.1 投资主线一：头部品牌集团化运作确定性强

- 珀莱雅：主品牌引领优质增长、子品牌多点开花，中国“欧莱雅”持续进攻

大单品护航+超头流量加持下 10-11 月电商渠道靓丽增长、Q4 业绩望超预期。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%。

主品牌进入收获期，子品牌多点开花、彩棠/悦芙媿/OR 均已扭亏为盈，天猫逆势高增，抖音渠道先发优势明显、排名稳定靠前、望继续放量，看好大单品策略下多渠道/多品牌突围。

预计 22-24 年归母净利润分别为 7.49/9.58/11.68 亿元、同增 30%/28%/22%，对应 PE 60/47/38 倍，维持“买入”评级。

图表 35: 珀莱雅盈利预测

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,124	3,752	4,633	6,058	7,706	9,655
营业收入增长率	32.28%	20.13%	23.47%	30.76%	27.20%	25.29%
归母净利润 (百万元)	393	476	576	749	958	1,168
归母净利润增长率	36.73%	21.22%	21.03%	30.07%	27.89%	21.89%
摊薄每股盈利 (元)	1.951	2.367	2.866	2.643	3.380	4.120
每股经营性现金流净额	1.17	1.65	4.13	3.35	4.29	4.94
净资产收益率	19.35%	19.90%	20.03%	22.83%	24.84%	25.63%
市盈率 (倍)	45.13	75.21	72.68	59.89	46.83	38.42
市净率 (倍)	8.73	14.97	14.55	13.67	11.63	9.85

来源: 珀莱雅公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

■ 贝泰妮: 悲观情绪影响估值偏低, 功效护肤龙头行稳致远

分渠道, 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, 防疫优化后线下恢复快速增长; 线上大单品/多平台持续发力。

主品牌薇诺娜功效护肤龙头品牌地位稳固、发力“敏感+”赛道/精华品类, 子品牌薇诺娜宝贝/AOXMED 贡献增量。

预计 22-24 年归母净利为 11.84/15.85/19.98 亿元、同增 37%/34%/26%, 对应 PE 51/38/30 倍。

图表 36: 贝泰妮盈利预测

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,944	2,636	4,022	5,492	7,311	9,225
营业收入增长率	56.69%	35.64%	52.57%	36.52%	33.13%	26.18%
归母净利润 (百万元)	412	544	863	1,184	1,585	1,998
归母净利润增长率	58.12%	31.94%	58.77%	37.22%	33.88%	26.01%
摊薄每股盈利 (元)	1.144	1.510	2.037	2.795	3.743	4.716
每股经营性现金流净额	1.43	1.20	2.72	5.62	3.51	4.49
净资产收益率	54.47%	45.33%	18.15%	21.66%	24.71%	26.23%
市盈率 (倍)			94.39	50.64	37.82	30.01
市净率 (倍)			17.13	10.97	9.34	7.87

来源: 贝泰妮公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

## 5.2 投资主线二: 边际改善型腰部品牌、更上一层楼台阶

■ 丸美股份: 拐点临近, 静待“大单品”开花

天猫货盘结构健康向上+抖音优质增长+恋火增长靓丽, 10-11 月电商表现亮眼, 业绩拐点临近。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%。预计 22 年主品牌营收低个位数增长, 恋火收入体量 3 亿元、同增 300%+。

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、线下渠道有望边际改善。同时, 期待电商新负责人带领下“大单品逻辑”继续强化+“品牌”逻辑逐步兑现。

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%，对应 PE 54/37/27 倍，维持“买入”评级。

图表 37: 丸美股份盈利预测

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,801	1,745	1,787	1,821	2,408	3,232
营业收入增长率	14.28%	-3.10%	2.41%	1.90%	32.25%	34.23%
归母净利润 (百万元)	515	464	248	254	369	511
归母净利润增长率	23.99%	-9.81%	-46.61%	2.27%	45.41%	38.56%
摊薄每股盈利 (元)	1.284	1.158	0.617	0.632	0.918	1.273
每股经营性现金流净额	1.16	0.90	-0.02	0.61	1.22	1.69
净资产收益率	19.28%	15.60%	8.04%	7.77%	10.43%	13.01%
市盈率 (倍)	46.75	45.08	51.65	53.96	37.11	26.78
市净率 (倍)	9.02	7.03	4.15	4.20	3.87	3.48

来源: 丸美股份公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

■ 上海家化: 低谷已过, 期待恢复性增长

Q3 业绩恢复正增长、预计 Q4 大促催化下收入/净利增长较 Q3 提速。展望明年, 疫情/特渠/超头高基数等拖累因素基本消除, 业绩望加速修复。

分渠道, 线上渠道坚持多平台布局、达人矩阵建设、精细化运营、产品差异化, 线下发力新零售、22 年 9 月全域 CRM 系统上线望助力线上线下精准引流、品类/品牌连带和招新。

六神在高端化/年轻化/全季化实现突破、21 年末上市的菁萃沐浴露已成为六神天猫销量最高系列, 电商客单价从 30-40 元提升至 70 元, 未来结合新品磨砂沐浴露/祛痘爆珠沐浴露继续发力。护肤品类继续聚焦头部 SKU、精简尾部产品, 毛利率望持续优化。

预计 22-24 年营收 77/90/103 亿元、+0.7%/+17.3%/+14.3%, 归母净利 5.85/7.89/9.62 亿元、-9.9%/+35%/+21.9%, 对应 22-24 年 PE 36/27/22 倍。

图表 38: 上海家化盈利预测

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,597	7,032	7,646	7,697	9,028	10,314
营业收入增长率	6.43%	-7.43%	8.73%	0.66%	17.29%	14.25%
归母净利润 (百万元)	557	430	649	585	789	962
归母净利润增长率	3.09%	-22.78%	50.92%	-9.93%	34.99%	21.94%
摊薄每股盈利 (元)	0.830	0.635	0.955	0.861	1.163	1.418
每股经营性现金流净额	1.12	0.95	1.46	0.87	0.93	1.49
净资产收益率	8.86%	6.62%	9.32%	7.76%	9.86%	11.21%
市盈率 (倍)	37.28	54.73	42.30	36.38	26.95	22.10
市净率 (倍)	3.30	3.62	3.94	2.82	2.66	2.48

来源: 上海家化公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

■ 上海上美: 多品牌矩阵逐步完善, 积极变革、持续成长

公司为拥有近 20 年运营经验的国货化妆品龙头, 拥有韩束/一叶子/红色小象等品牌、覆盖护肤/母婴/洗护, 2015-2021 年连续七年国货品牌零售额排名前五/母婴护理品牌排名第一。看长期, 1) 品牌转型: 韩束/一叶子均从早期爆品策略转型大单品策略, 韩束明确抗衰定位、一叶子转型功效护肤, 渠道端前瞻布局抖音渠道。2) 线下望边际改善: 线下占比 20%+, 防疫优化后线下渠道

望迎来边际改善。3) 研发壁垒: 中日双研发基地+明星科学家构筑研发壁垒, 部分成果运用至旗下产品。看好公司研发赋能&营销提效&品牌改革构筑长期壁垒。

### 5.3 投资主线三: 分享细分赛道红利的新锐品牌

■ 巨子生物: 乘行业东风, 重组胶原蛋白龙头快速成长

重组胶原蛋白赛道: 高增长、高壁垒, 预计 22-27 年重组胶原蛋白功效性护肤品/医用敷料复合增速分别为 55%/28.8%。

核心品牌可复美/可丽金已占据一定消费者心智, 胶原贴市场认知度高, 新品胶原棒、大魔王涂抹面膜表现亮眼, 随着消费者教育逐步加强、销售望继续快速增长。“双 11”增长靓丽, 可复美全渠道 GMV 同比增长 130%+, 天猫/抖音/唯品会官方旗舰店 GMV 同比增长 125%/1500%/140%+; 胶原棒全渠道销售 1600 万+支, 胶原贴全渠道销售 235 万+片。分渠道, 以线下为根基, 线上直营拓展成效显著, 成长性优。

■ 鲁商发展: 拟剥离房地产开发业务、估值望修复, 化妆品“4+N”矩阵成长性强

11.15 公司公告拟将所持有的房地产开发业务相关资产及负债转让至公司控股股东山东省商业集团或其所属公司。目前交易尚处筹划阶段, 还未与交易对方签署意向协议。

化妆品构建“4+N”矩阵, 瑷尔博士增长稳健, 伊帕尔汗/诠润/善颜望发力。当前两大主品牌瑷尔博士/颐莲 1-3Q22 营收 7.45/5.4 亿元, 同比+53%/+26%。瑷尔博士定位微生态护肤、表现靓丽, 依托褐藻专利布局高端产品系列; 颐莲发力“玻尿酸+富勒烯”新赛道望助力品牌升级。

若顺利剥离地产业务, 地产拖累风险解除, 估值望修复。展望明年分部估值看, 拟剥离后目标市值约 102~125 亿元, 当前 107 亿元 (11.18), 具体看: 化妆品收入 28.6 亿、同增 34%, 净利 2.3 亿, 同增 50%, 给予 40~50 倍 PE, 化妆品业务目标市值 92~115 亿。原料和药品预计 4 千万净利, 收入利润增速 12%, 给予 20 倍 PE, 目标市值 8 亿。物业板块港股鲁商服务 (公司持股 71.32%) 截至昨日收盘人民币市值 2.5 亿元, 对应公司持股市值 1.8 亿元。

■ 华熙生物: 前瞻布局合成生物, 化妆品盈利能力望持续优化

8 月合成生物科学馆开馆, 已有 30+ 项目陆续进入中试阶段, 进度最快的胶原蛋白预计年底实现化妆品级量产、医药级样品制备。化妆品四大品牌逐步迈向精细化运营阶段、运营管控加强, 费用优化下盈利能力环比望持续提升。“双 11”抖音渠道发力, 夸迪/米蓓尔合作超头主播, 预计 Q4 化妆品业务较高基数下仍实现较快增长。

### 5.4 投资主线四: 原料商首推成长龙头科思股份

■ 科思股份: 成长无忧, 新品放量可期、驱动第二增长曲线

短期 22Q4+23Q1 旺季有望更旺, 预计 22Q4 量环比仍有 30%+ 增长、价格锁定高位环比 Q3 持平、新品占比提升下均价仍环比提升, 盈利水平环比大概率提升, 预计 Q4 净利 1.4 亿元, 全年接近 4 亿元。

展望 23 年, 海外大客户防晒剂补库存需求有望持续, 并且上半年大客户订单价格基本锁定、依旧保持高位; 新品 (二氧化钛/PO/氨基酸表活/维生素 C 乙基醚/卡波姆) 陆续投产贡献增量, PS/EHT/PA 新型防晒剂产能持续爬坡放量。展望 24 年, 新品进一步放量, 收入及净利均贡献增量, 新品毛利率预计 40%+、高于原防晒剂主业, 第二增长曲线逻辑强化。

预计 22-24 年归母净利润分别为 4/5/6 亿元、同增 202%/26%/20%, 对应 PE 20/16/13 倍, 维持“买入”评级。

图表 39: 科思股份盈利预测

项 目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,100	1,008	1,090	1,806	2,482	3,185
营业收入增长率	13.23%	-8.35%	8.13%	65.64%	37.40%	28.34%
归母净利润 (百万元)	154	163	133	401	505	608
归母净利润增长率	77.16%	6.35%	-18.72%	201.79%	25.91%	20.42%
摊薄每股盈利 (元)	1.82	1.45	1.18	2.37	2.98	3.59
每股经营性现金流净额	1.86	1.47	1.35	2.99	3.43	4.35
净资产收益率	28.20%	11.08%	8.36%	20.27%	20.50%	19.98%
市盈率 (倍)		37.68	53.67	19.90	15.80	13.12
市净率 (倍)		4.18	4.49	4.03	3.24	2.62

来源: 科思股份公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

### 5.5 投资主线五: 化妆品新规逐步消化+疫后修复+新产能爬坡的头部生产商

#### ■ 嘉亨家化: 一体化日化代工龙头, 新产能爬坡静待花开

国内化妆品 OEM+塑料包材龙头, 3Q22 疫后边际改善。Q4 湖州新工厂正式投入生产, 产能释放 (Q4 产能利用率 25%左右)+部分“双 11”订单延迟, 预计 Q4 旺季收入端环比提升明显、业绩继续修复。

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。

#### ■ 青松股份: 实控人缺席问题解决、聚焦化妆品主业, 期待业绩拐点

多重因素叠加致化妆品业务短期承压, 长期看公司化妆品 ODM 龙头地位仍稳固, 未来需求复苏下有望迎来边际好转。化妆品业务受累于原材料价格持续上涨、新扩产能在化妆品新规下利好不及预期、成本摊销增多, 叠加化妆品订单疲软/湿巾出口量价双降, 业绩承压。1H22 化妆品收入 9.57 亿元、同降 23.7%, 营业利润-1.18 亿元、同降 263%。

“双 11”拉动下 4Q22 环比预计继续改善, 未来需求回暖+产能爬坡摊薄成本费用, 业绩望加速修复。预计 22-24 年归母净利-1.75/1.73/2.45 亿元, 对应 23 年 PE 21 倍。

图表 40: 青松股份盈利预测

项 目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,908	3,865	3,693	3,224	3,528	3,789
营业收入增长率	104.6%	32.90%	-4.44%	-12.70%	9.41%	7.42%
归母净利润 (百万元)	453	461	-912	-175	173	245
归母净利润增长率	13.19%	1.68%	-297.85%	-80.81%	N/A	41.89%
摊薄每股盈利 (元)	0.877	0.892	-1.765	-0.339	0.335	0.475
每股经营性现金流净额	1.31	1.56	0.09	0.53	1.22	1.01
净资产收益率	14.97%	14.70%	-42.69%	-9.00%	8.30%	10.76%
市盈率 (倍)	12.57	21.06	-6.40	-20.79	21.04	14.83
市净率 (倍)	1.88	3.10	2.73	1.87	1.75	1.60

来源: 青松股份公司公告, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 12.22)

## 6、风险分析

新品销售不及预期：化妆品品牌商积极应对行业竞争，推新品迎合消费者需求，若新品销售不及预期，将影响公司业绩表现。

营销投放不及预期：化妆品品牌竞争激烈，一方面需要产品力作为支撑，另一方面需要大量营销触达消费者，因此化妆品企业销售离不开营销。若未来品牌商营销投放效果不及预期，将影响其成长性与盈利性。

抖音新渠道拓展不及预期/拖累净利表现：抖音直播等新兴渠道发展快速，品牌商纷纷布局；但抖音流量算法等不同于传统的电商渠道，新渠道运营能力仍待锻炼。此外，抖音等直播渠道要求低价（毛利率低）、网红主播等费用率高，抖音等新渠道拓展或拖累总体净利表现。

代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动：代运营商与生产商业绩均依托客户拓展，若短期大客户战略调整、终止合作将给代运营商及生产商带来短期业绩波动。

**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。

**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

**北京**

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

**深圳**

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