

分析师

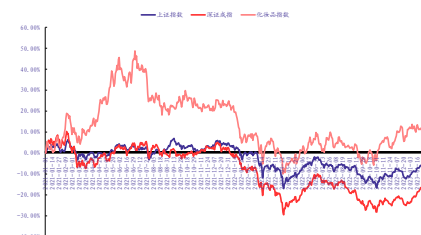
甄唯萱

✉: zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

行业数据

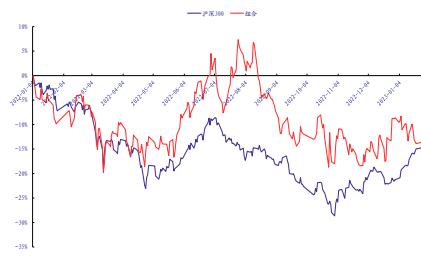
2023.02.03



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

组合表现

2023.02.03



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河消费品零售&化妆品】行业动态报告\_头部品牌“双十一”优异表现为四季度业绩提供保障, 维持推荐优质国产化妆品品牌商

【银河消费品零售&化妆品】行业动态报告\_重点关注三季度与“双十一”预售表现, 维持推荐优质国产化妆品品牌商\_20221014

【银河消费品零售&化妆品】行业动态报告\_重点关注中报业绩表现与下半年经营布局, 维持推荐优质国产化妆品品牌商\_20220729

重点关注近期财报披露与开年经营战略布局情况, 维持推荐优质国产化妆品品牌商

核心观点

● 最新观点

1) 维持“短期看渠道, 中期看产品, 长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。短期需要尽快抢占市场份额, 合适的销售渠道与营销手段尤为重要, 新品与爆品利于初期品牌形象的树立; 中期丰富的产品矩阵可以助力触达更全面的消费者群体, 满足多元化需求, 覆盖更广阔的产品价格带, 拉高公司的渗透率; 长期来看, 化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面, 具有竞争壁垒的核心有效成分将提升品牌的议价能力, 稳固自身的市场地位, 并获得消费者对对应品牌的忠诚度。

2) 政策层面, “十四五规划”纲要中明确提升自主品牌影响力和竞争力, 培养高端化的化妆品品牌; 近期《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》、《化妆品抽样检验管理办法》等新规发布, 不断完善化妆品质量安全监管。

3) 化妆品在新兴渠道内销售强劲: 化妆品线上渠道占比逐渐提升, 线下百货、超市等占比下降, 其中抖音美妆强势增长, 平台中品牌商注重加大自播力度, 减少对达人依赖。

4) 从行业内上市公司的具体表现(2022 前三年度报告及年内股权激励计划的业绩考核要求)来看, 行业头部推动多平台电商布局, 电商、直播、达播模式结合, 深耕消费者印象, 提升品牌销量。营收规模与业绩基本实现稳步扩张, 产品结构优化与核心产品发力带来盈利水平也有一定的提升。产品销售额的提升(双十一购物节、疫情后复苏、新品爆品等多元因素驱动), 同时化妆品行业消费整体的结构性优化, 消费者逐步认可长期积淀研发的国产品牌及旗下的高毛利护肤品。

5) 化妆品类公司进行多品牌矩阵建设, 通过投资、收购等途径来扩大自己的业务版图。外资品牌同样关注中国市场内的发展机遇。

● 投资建议

结合化妆品行业的投资逻辑, 推荐: ①重视全渠道建设和全渠道营销的品牌商以及线上渠道运营商, 此阶段内可以享受线上渠道规模增长带来的扩张红利; ②覆盖全品类产品, 尤其覆盖相对必选属性、抗周期更强的护肤和个护类产品, 消费者对于此类商品的依赖性与忠诚度更高; ③打造品牌力, 积极研发符合市场需求的化妆品产品。

● 推荐组合

证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
600315.SH	上海家化	-1.85%	40	213.17
603605.SH	珀莱雅	-1.30%	65	467.78
300740.SZ	水羊股份	-12.76%	25	51.57
300957.SZ	贝泰妮	-5.36%	59	592.66

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

● 风险提示: 化妆品行业市场竞争日益激烈的风险。

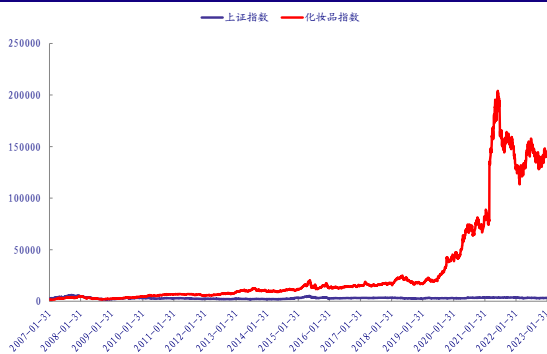
## 目录

一、化妆品行业高景气延续，大众市场与美妆品类双轮驱动支撑行业稳健发展	4
(一) 需求仍处爆发期支撑化妆品市场规模成长，疫情冲击与经济下行负面影响逐渐减弱	4
(二) 价格定位：大众市场为主，高端市场增长更快	5
(三) 剖析品类：护肤品市场为主，彩妆市场加速增长	6
二、国际公司龙头地位稳固，本土公司后发追赶面临重重压力	8
(一) 国际公司市场占有率遥遥领先，国产品牌奋起直追	8
(二) 我国化妆品行业成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起	12
(三) 行业财务分析：2022年前三季度略有复苏但Q3单季利润同比仍然下降；疫情防控政策优化落实，四季度有望回升	13
三、化妆品行业当前存在的问题及建议	17
四、化妆品行业在资本市场中的表现	18
(一) 化妆品行业指数相对涨幅优势明显，估值指标随着净利水平回归正常有望恢复至前期上行区间	18
(二) 市场情绪指标与风险指标：化妆品行情指标均已波动至中值之上，抗风险性与抗周期性能力较强	19
五、投资建议	21
(一) 二月配置建议	21
(二) 一月关注组合表现回顾	24
六、风险提示	25

## 行业导语

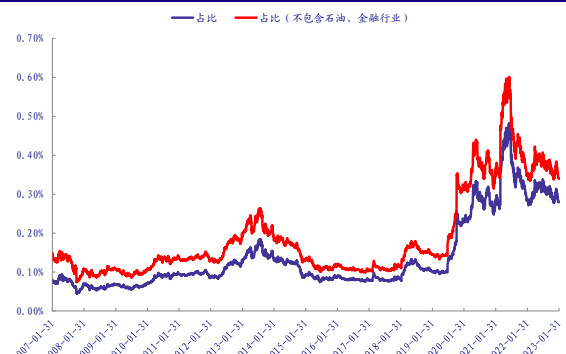
化妆品行业在国民经济行业分类（GB/T4754-2017）中，指作用在人体表面的，以达到清洁、消除不良气味、护肤、美容和修饰目的的日用化学工业产品的制造。伴随着居民消费水平的提升以及生活质量的改善，化妆品的使用愈发普及，在日常生活中发挥重要作用。其中，护肤与个人洗护用品在可选消费领域中具有必需品的属性，可覆盖的消费人群广泛，同时消费频次相对更高；美妆护肤产品也具有高端消费的属性，行情走势穿越大盘周期。目前A股市场上市的化妆品类公司有20家，主要涉及美妆护肤和洗护日化领域，我们自定义的化妆品指数中包括原材料公司4家，代工厂公司2家，品牌商10家，运营商5家；与之对应，美股分类为“家庭与个人用品”，涉及上市公司合计20家；全球市场中主要还关注日本东京上市的资生堂（4911.T）、巴黎上市的欧莱雅（OR.PA）和LVMH集团（MC.PA）、以及韩国上市的太平洋爱茉莉（090430.KS）。通过对比数据可以发现，中国目前化妆品行业公司占比全市场市值比重仅为0.28%，扣除石油化工、金融行业高市值公司的影响之后占比为0.34%。国内上市公司与海外龙头企业相比在市值与营收规模两个方面都存在较大的差距，考虑到未来我国人均化妆品销售额提升空间巨大，大众市场有望保持增长稳定，结合行业集中度较低的现状，国产品牌和本土公司可以借力营销与渠道，专注挖掘细分赛道的机会，避免与国际品牌产生直面竞争。

图 1：化妆品指数与上证综指走势变化趋势



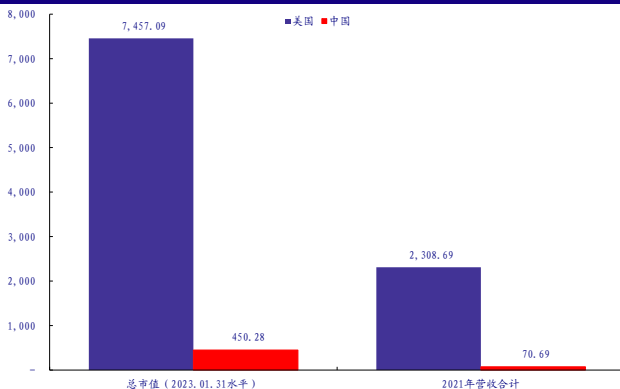
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：化妆品上市公司占比市场总市值（%）走势变化趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

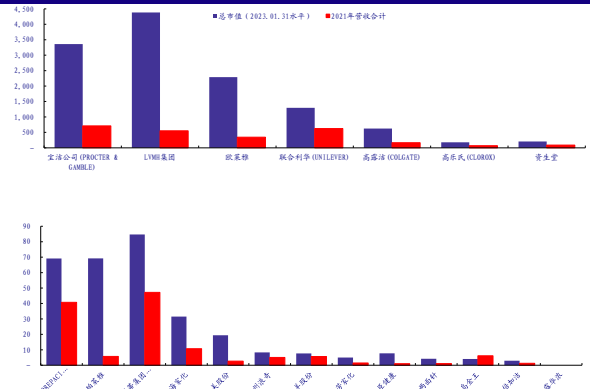
图 3：中美化妆品行业市值规模与营收规模对比（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：营收规模与市值数据截止 2023/01/31

图 4：中美化妆品公司市值规模与营收规模对比（亿美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注：市值数据截止 2023/01/31，营收数据截止 2021FY

## 一、化妆品行业高景气延续，大众市场与美妆品类双轮驱动支撑行业稳健发展

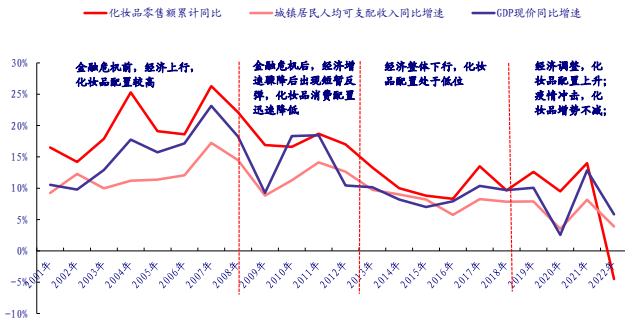
### （一）需求仍处爆发期支撑化妆品市场规模成长，疫情冲击与经济下行负面影响逐渐减弱

我国化妆品市场整体处于成长阶段，与美国、日本等成熟市场相比，中国化妆品市场增速处于高位。2021年中国美容个护产品市场达到5686.05亿元，成为全球第二大化妆品市场，根据欧睿咨询预计2022年市场规模将增长至6164.33亿元。2014-2021年复合增速为10.93%，2021年同比增长9.18%，世界/美国/日本同期增速为6.78%/5.76%/4.58%。总体上说，消费需求增加来源于人们对外表的重视程度增加、对美好形象的精神需求增加。随着美妆自媒体的发展与流行，人们对于化妆品的认识逐渐丰富，渐渐培养护肤化妆习惯，化妆品消费需求持续增长。

**化妆品行业的经济周期性比较明显，化妆品零售增速与人均可支配收入、GDP增速变动趋势相近。**化妆品作为可选消费品，其品类层次丰富、价格跨度大，消费者的消费能力决定了对化妆品品类和价位的选择。又因消费者的消费能力受整体经济环境影响，所以化妆品市场的增速具有强周期性的特质。**另外，相对于其他商品，人们对化妆品的消费配置对经济下行反应迟缓，对经济复苏反应敏感。**2008年金融危机前我国经济整体处于高速增长状态，人们对于化妆品的消费占比不断上升。金融危机后的短期内，化妆品消费的反应较为迟缓，化妆品消费占比仍在上升，在2009年末达到3.14%（剔除石油、汽车）。在2010年经济反弹后，2011年至2016年金融危机的消极影响持续，我国经济放缓，化妆品消费占比在2010-2011年迅速降低至2.57%后，2011-2016年维持在2.53%-2.58%的低位。2016年后我国经济调整，增速回升，人们对于化妆品的消费配置即刻上升，即使在2020年新冠肺炎疫情对可选消费造成冲击的大环境之下，化妆品在限额以上社消零售额中的占比依旧上升至4.32%。2021年疫情常态化后，化妆品消费占比稍有回落至4.05%。主要原因为消费者在后疫情下压抑的消费需求被超常态释放，加之化妆品的消费频次相对较低，大量囤货后增速会相对放缓。然而适当回调的化妆品占比仍然处在历史高位，可以说明大众“购买美”的消费习惯已在逐步形成，而化妆品也逐渐展现出更为必选类消费的特性。2022年3月末至5月全国多地受疫情影响，线下门店关停、物流中断，给包括化妆品在内的整个零售市场造成严重冲击，市场不确定性加大。截至2022年Q2占比降至1.00%。十二月以来，疫情防控政策松动幅度远超市场预期，造成短期内消费者避险情绪上涨。根据国家统计局发布的2022年12月社会消费品零售数据，零售总额同比下降1.8%，其中化妆品类零售总额同比下降19.3%。化妆品作为可选消费品，消费者在避险情绪高涨时选择减少相应支出，符合其周期性特征。综合全年，化妆品类零售总额同比下滑4.50%，下降幅度远超全行业水平（0.2%），全年12个月仅有4个月同比增速录得正增长。上半年上海地区疫情、年末广州疫情与超预期的疫情防控政策以及年中全国各地疫情多点散发使得化妆品行业年内销售承压。其中，618、双十一等购物节虽有一定的稳定作用，但在全球经济下行压力、原材料成本上涨以及疫情三重影响下，难以支撑行业持续稳定增长。进入一月，避险情绪的负面影响蔓延到了元旦假期，各省市披露的元旦假期消费数据大都不理想。但该负面情绪的影响有限，农历春节假期，各省市零售市场明显

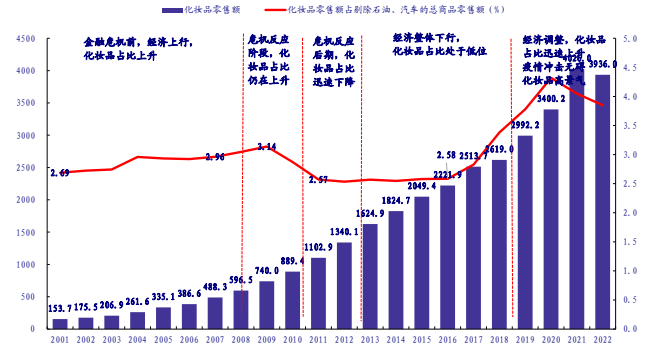
回暖，化妆品销售也有所复苏。据唯品会平台数据，美妆新年礼盒销量同比增长 68%。在春节假期稳步复苏的带动下，1月、2月化妆品销售有望持续复苏。

图 5：2001-2022 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2001-2022 年化妆品限额以上零售额(亿元)及占比 (%)

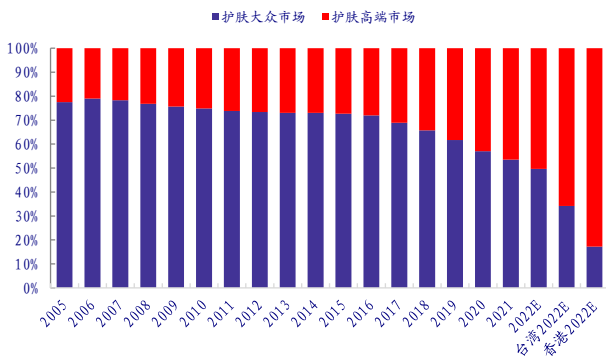


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 价格定位：大众市场为主，高端市场增长更快

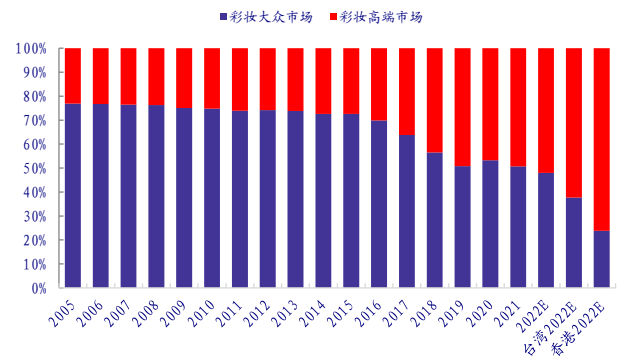
我国化妆品市场以大众市场为主，但高端市场增长更快并且占比不断提升。而在人们肤质和传统文化习惯相近、但人均可支配收入较高的台湾、香港市场中，港台同胞人均化妆品的消费水平更高，明显更加青睐高端化妆品。由此可见，我国化妆品市场以大众市场为主的格局主要与人均可支配收入较低有关，并且随着我国人均可支配收入的增加，我国高端市场的比重将越来越大。

图 7：我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比 (%)



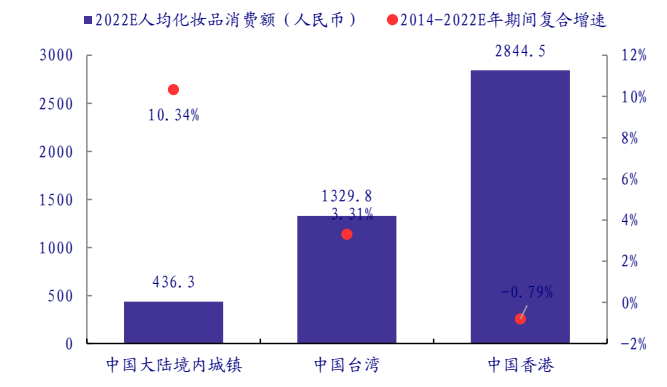
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 8：我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比 (%)



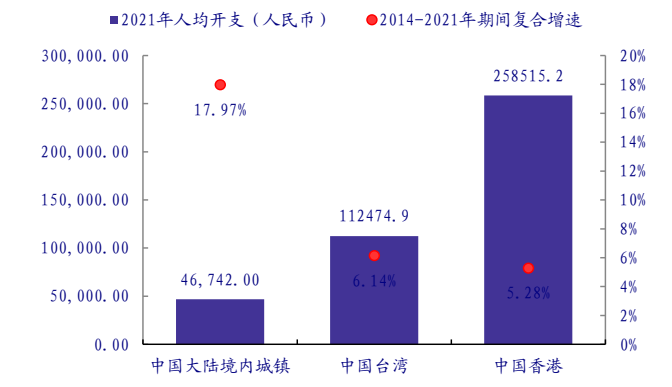
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 9: 2021 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费 (元) 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

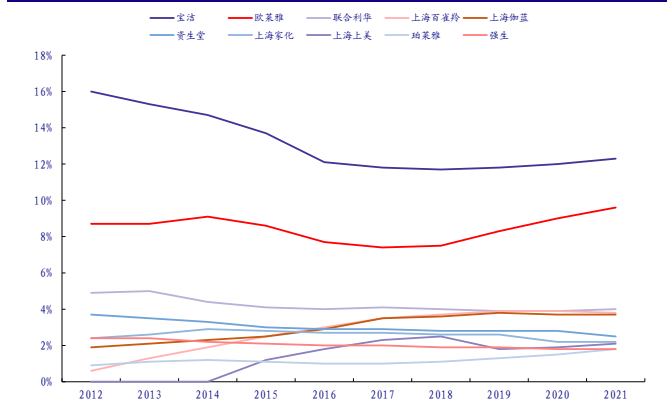
图 10: 2021 年我国境内城镇与港台人均可支配收入 (元) 对比



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

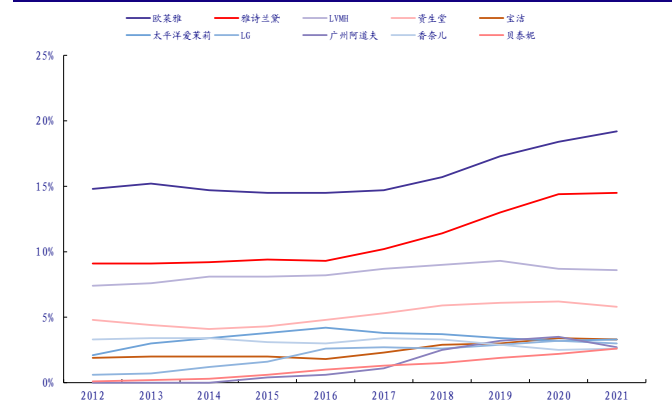
在我国大众市场的规模前列中, 可以看到部分本土公司正在崛起, 而在高端市场前列却不见本土公司身影。趋势上, 随着本土公司的发展, 大众市场的国际龙头市占率逐渐降低。这是由于在大众市场中, 产品只需要达到基础的效果和要求, 如保湿、安全、防腐、款式多样等, 科研要求并不高。目前国产化妆品的生产水平已经达到基础水平, 再配合上贴近国人心理的营销和低线城市的广泛渠道, 所以国产化妆品得以在大众市场中提升地位。而在高端市场中, 国际龙头公司地位十分稳固, 本土公司很难跻身高端市场前列, 因为高端产品必须达到更高的要求, 如抗皱、紧致、不致敏、功效成分含量高、包装密封程度好等, 科研要求很高, 国产化妆品的水平尚未达到。

图 11: 2012-2021 年中国大众化妆品市场前十公司市占率变化



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 12: 2012-2021 年中国高端化妆品市场前十公司市占率变化



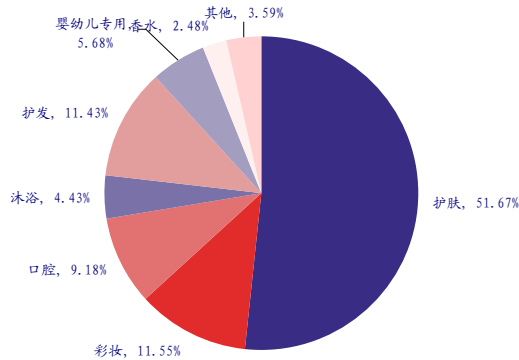
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

### (三) 剖析品类: 护肤品市场为主, 彩妆市场加速增长

主要产品按市场规模分为护肤品、护发品、口腔用品、彩妆、婴幼儿用品等, 2021 年分别占有 51.67%、11.43%、9.18%、11.55%、5.68% 的市场份额。欧睿咨询预测 2022 年彩妆和婴幼儿用品占比将持续增加至 11.61%、5.88%。其中, 护肤品、婴幼儿用品以及香水市场近年增速较快, 2021 年彩妆同比增长 10.11%, 婴幼儿用品同比增长 14.37%, 香水同比增长 29.65%, 三项分类的增速表现均优于行业整体水平。预计 2022 年彩妆同比增长 9.05%, 婴幼

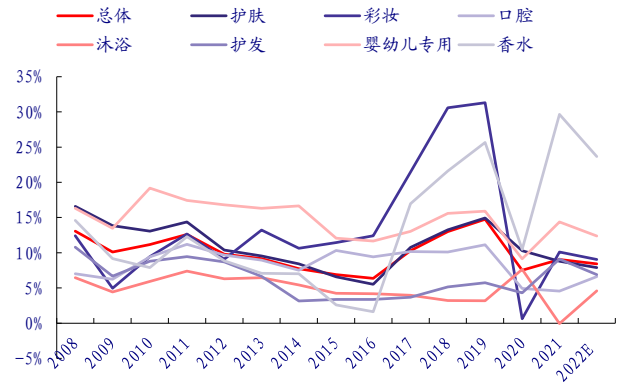
儿用品同比增长 12.37%，香水同比增长 23.67%。

图 13: 2021 年化妆品分类占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2008-2022E 化妆品分类市场增速 (%)

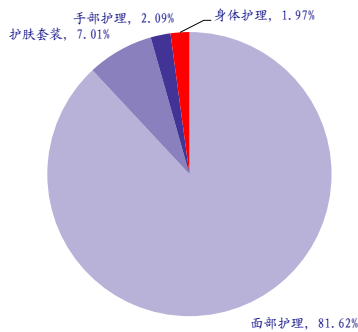


资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

**护肤品以面部护理为主。与洗护相比，面部护肤品具有单价较高和需求丰富的特点，因此奠定了护肤品作为化妆品主要品类的基础。**随着女性进入青春期，面部油脂分泌增加，开始出现面部痤疮，同时爱美意识增强，因而开始关注并使用面部护肤品。随着年龄增长，女性的保湿、美白、抗皱等需求增加，对护肤品的功效要求增加，意味着所使用的护肤品单价增加。养成护肤习惯后消费者对护肤品的使用频次和需求稳定，因而护肤品占据化妆品市场的主要部分，2021 年中国护肤品市场达到 2938.06 亿元，同比增长 8.78%，在疫情的冲击之下增速出现小幅回落，2015-2021 年复合增速为 10.90%。欧睿咨询预测，2022 年中国护肤市场达到 3169.66 亿元，同比 7.88%。

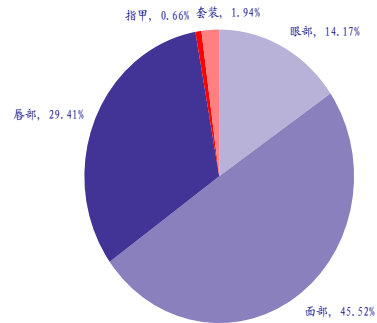
**彩妆市场的快速增长一方面是由于基数较小、成长空间大，另一方面是源自于美妆自媒体（如小红书、微博、微信公众号等）对化妆技术和产品的普及。**目前 80 后和 90 后女性是彩妆的消费主体，她们处于择偶与职业发展的黄金时期，对外表的关注与投入程度处于较高阶段。彩妆作为能够快速提升面部形象、改善精神状态的产品，其品牌营销也紧跟并推动时尚潮流的发展，切合 80 后和 90 后女性的爱美需求，因而得以快速增长，2021 年中国彩妆市场达到 656.52 亿元，同比增长 10.11%，2015-2020 年复合增速为 18.69%；与护肤品类相比，彩妆类产品的弹性相对更大，因此在疫情初期，由于出行减少、口罩使用等因素的影响，增速滑落更为明显，但后期回升也更快。欧睿咨询预测，2022 年中国彩妆市场达到 715.95 亿元，同比 9.05%。

图 15: 2021 年护肤品分类占比 (%)



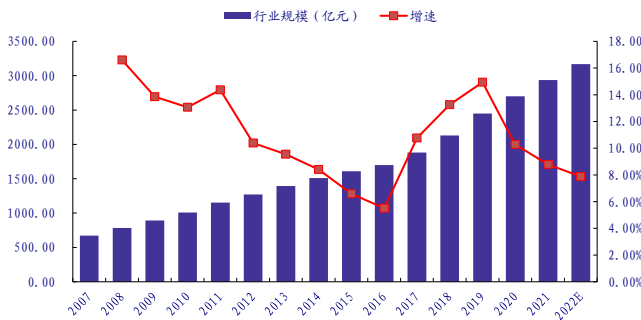
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 16: 2021 年彩妆分类占比 (%)



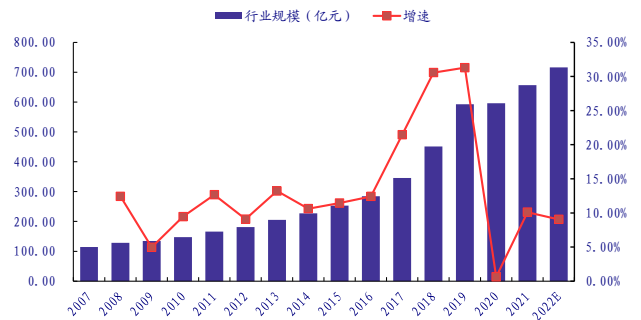
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 17: 2007-2022E 中国护肤品市场 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 18: 2007-2022E 中国彩妆市场 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

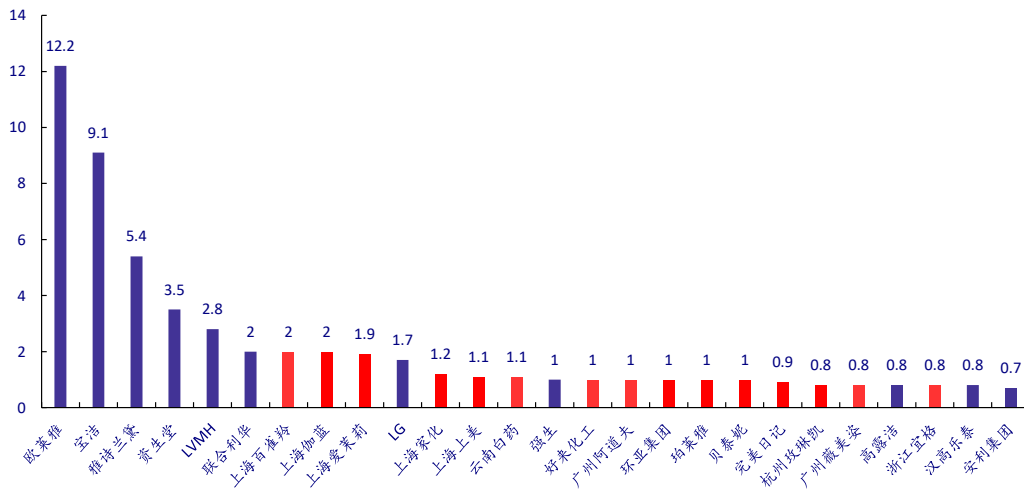
## 二、国际公司龙头地位稳固，本土公司后发追赶面临重重压力

### (一) 国际公司市场占有率遥遥领先，国产品牌奋起直追

从市占率上看，国际化妆品公司占据领先地位。欧莱雅（1907 年成立于法国，1996 年进入中国）和宝洁（1837 年成立于美国，1988 年进入中国）市占率分别为 12.2% 和 9.1%，远超其他公司。对于本土公司而言，在市占率前十五的公司中占七席（百雀羚 2%、伽蓝 2%、上海爱茉莉 1.9%、上海家化 1.2%、上海上美 1.1%、云南白药 1%、好来化工 1%），市占率总体较低。而在本土上市公司较少，而且市占率偏低（广州阿道夫 1%、环亚集团 1%、贝泰妮 1%、完美日记 0.9%、杭州玫凯琳 0.8%、广州薇美姿 0.8%、浙江宜格 0.8%）。另外，收入较高的群体经常采用出国旅游和代购的方式购买国际化妆品，这部分销售额没有计入国内化妆品市场，因而从中国消费者消费的角度上看，国产化妆品真实的占比会更低。



图 19: 2021 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

国际化妆品公司市占率领先的原因一方面在于国际公司业务范围广，品类齐全，而规模靠前的本土化妆品公司往往以护肤、彩妆品类为主，而洗护、口腔、香水等品类较少。另一方面，国际公司成立历史久，拥有品牌数量多，且在大部分本土品牌成立前就已经进入中国市场，因而在规模和口碑方面有天然的优势。由于国内外公司在业务范围和品牌数量上存在差异，因而有分别从品牌和公司的角度看国产化妆品的竞争力，并且着重看护肤品和彩妆市场。

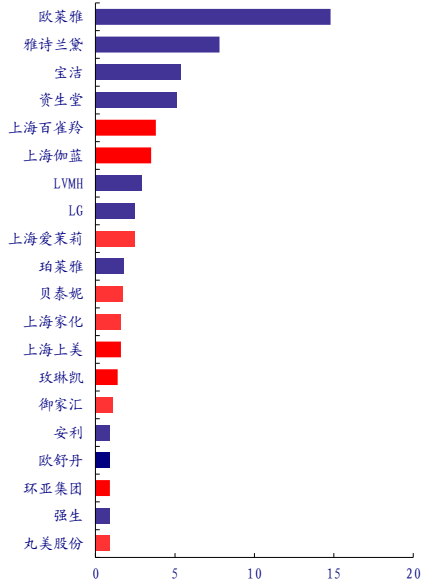
具体从公司角度来看，市占率前二十的公司中，第一和第二名的市占率差距明显。护肤品市场中，第一名欧莱雅的市占率（12.2%）是第二名宝洁市占率（9.1%）的 1.34 倍，是规模最大的本土化妆品公司百雀羚市占率（2%）的 6.1 倍。彩妆市场中龙头优势更为明显，第一名欧莱雅的市占率（27.1%）是第二名 LVMH 市占率（11.2%）的 2.42 倍，是国内第一的彩妆公司广州逸仙市占率（7.6%）的 3.57 倍。可见我国化妆品公司与国际龙头公司有较大差距。

然而从品牌角度上看，品牌市占率差距不如公司市占率差距明显。市占率前二十的护肤品牌中，第一名兰蔻的市占率（5.1%）与第二名雅诗兰黛（4.8%）差距较小。彩妆品牌中，第一名花西子（本土）的市占率（6.8%）与第二名完美日记市占率（6.4%）之间差距较小。市占率前二十的护肤品牌中本土品牌有 10 个（含 4 个上市公司品牌：珀莱雅、佰草集-上海家化、御泥坊-水羊股份、薇诺娜-贝泰妮），说明本土护肤品牌具有一定优势，但由于品牌市占率差距并不大，我国护肤品牌仍面临激烈的竞争环境。市占率前二十的彩妆品牌中本土品牌 11 家（2 家上市公司品牌，完美日记&小奥汀-逸仙电商），比上年度增长 7 家，说明本土彩妆品牌在市场规模上正在追赶国际彩妆龙头。

公司市占率差距较品牌市占率差距明显的原因在于，龙头公司品牌矩阵完备，规模优势明显。以欧莱雅公司的彩妆业务为例，旗下进入彩妆市占率前二十的品牌就有 5 个，分别为巴黎欧莱雅（5.7%）、伊夫圣罗兰（5.3%）、美宝莲（4.9%）、乔治阿玛尼（3.8%）、兰蔻（3.4%），覆盖低、中、高端三类价位的市场，5 个品牌的彩妆市占率合计达 23.1%。相比之下，我国化妆品公司的品牌矩阵显得十分单薄，国内第一的彩妆公司广州逸仙旗下目前仅有

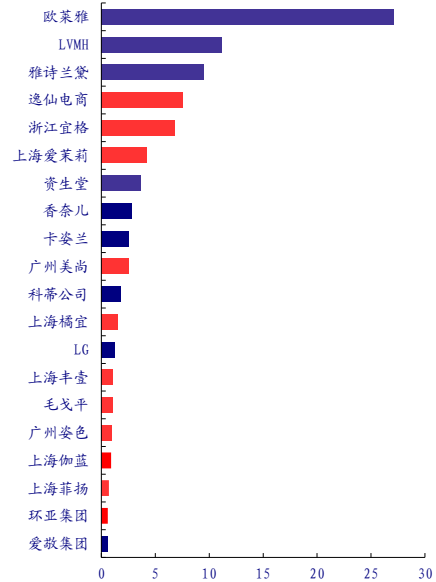
完美日记 1 个品牌。由此可见，品牌层面的竞争在于各自领域的单枪匹马，而公司层面的竞争却需要全方位多品牌的并肩作战，本土公司在丰富品类、打造多维品牌矩阵方面仍任重道远。

图 20: 2021 年护肤品市占率排名前二十的公司 (%)



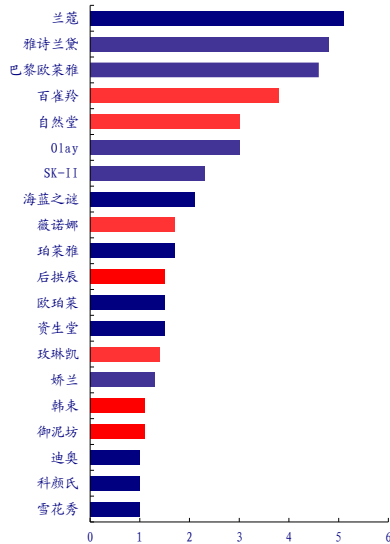
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 21: 2021 年彩妆市占率排名前二十公司 (%)



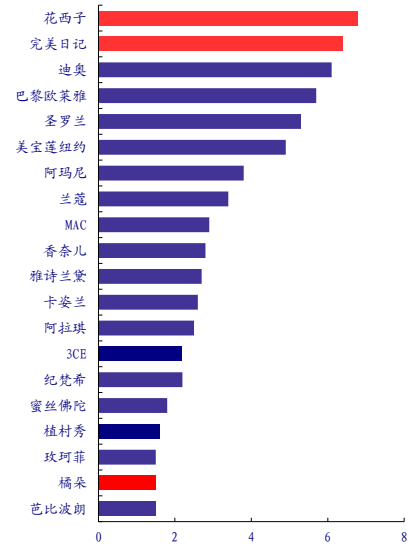
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2021 年护肤品市占率排名前二十品牌 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2021 年彩妆市占率排名前二十品牌 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

我们根据 2012-2021 年前十名化妆品公司及品牌的市占率变化分析近年来国内外公司及品牌的表现趋势。从总体趋势上看，市占率前十的国际公司的市占率出现波动（-4.9~2.6pct），本土公司市占率同样出现上升趋势，但幅度相对偏小（百雀羚+1.6pct、上海伽蓝+0.6%、上海爱茉莉+1.0%），说明国际公司市占率受崛起的本土公司影响有限，仍处于市占率较高的龙头地位且地位相对稳固，依旧维持了自身较强的品牌竞争力。

在护肤市场中，国际平价品牌玫凯琳、玉兰油市占率下滑明显（-3.0pct/-2.6pct），而国际高端品牌如兰蔻、雅诗兰黛市占率则稳中有升（+2.9pct/+2.8pct），国产品牌市占率表现各异（百雀羚、御泥坊、薇诺娜、自然堂分别变化+3.0pct/+1.0pct/+1.7pct/+0.7pct），本土上市公司品牌中珀莱雅+0.6pct,薇诺娜+1.7pct,御泥坊+1.0pct。由此来看，虽然国际高端品牌的地位仍然难以撼动，但定位大众市场的国产品牌对国际平价品牌有一定抗衡能力，所以借助占比最大的大众市场，近年国产护肤品牌得以迅速崛起，迎头赶上。

在彩妆市场中，国际平价的龙头品牌市占率大幅下降（美宝莲-3.6pct），而国际中高端品牌市占率则稳中有升（YSL、阿玛尼、兰蔻、香奈儿、纪梵希等+0.6~3.5pct），国产彩妆品牌市占率同样呈现上升状态（花西子+6.5pct、完美日记+5.9pct）。由此来看，我国彩妆市场高端化发展比较迅速，国际中高端品牌地位稳中有升。另外，彩妆单价低、创新要求低，从而进入门槛低。近年来中日韩平价彩妆品牌数量皆快速增加，彩妆大众市场竞争加剧，因而国际平价品牌龙头（欧美品牌）市占率大幅下滑，国产品牌上升也比较缓慢。本土上市公司的彩妆产品占比少，因而市占率暂时不达标前列。

图 24: 2012-2021 年中国化妆品前 20 公司市占率变化 (%)

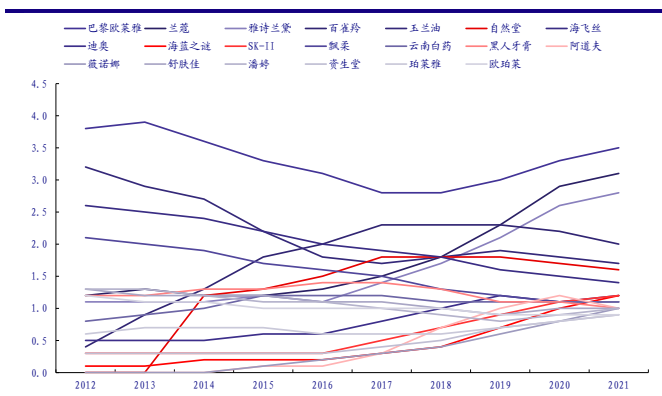


图 25: 2012-2021 年护肤前 20 品牌+上市公司品牌市占率变化 (%)

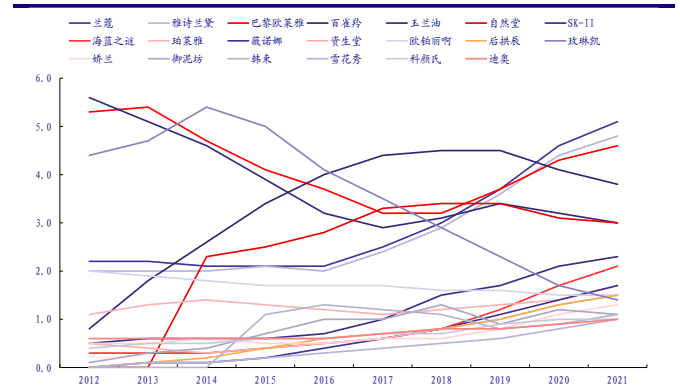
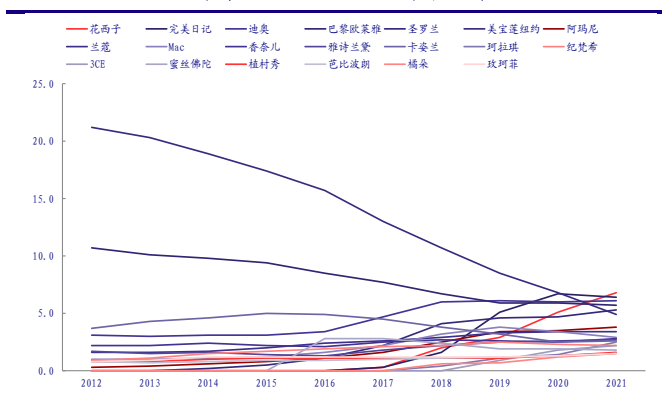


图 26: 2012-2021 年中国彩妆前 20 品牌市占率变化 (%)



我们认为国际化妆品公司在品牌影响力、产品矩阵、研发实力和议价能力上存在显著规模优势，因而国际公司的全球化化妆品行业的龙头地位相对稳固，本土公司虽正在后发追赶，但面临来自国际的压力重重，短期内难以颠覆整体格局。

## （二）我国化妆品行业成长看点：受众基数大，行业集中度较低，细分领域崛起

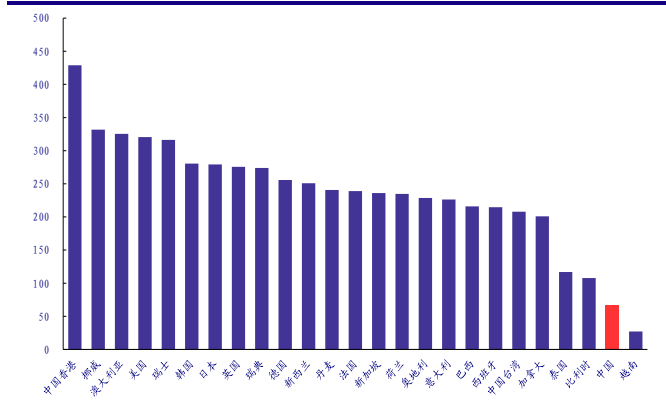
短期内我国化妆品仍以大众市场为主，而且化妆品市场集中度较低，本土化妆品公司仍有一定成长空间。国产护肤品借助互联网降低营销和零售成本，可以拥有相比以往更加快速的成长。中国人口基数大，化妆品市场整体容量大，且消费者需求呈现多样化并不断变化。国产化妆品只要紧跟市场潮流，夯实研发基础并开发创新，即便在基础化妆品领域也能拥有一定比例的产品拥护者，获得长足发展。国产护肤品品牌（百雀羚、韩束、自然堂等）能够跻身市占率前列是最好的证明。

### 1.人均化妆品销售额提升空间大，大众市场增长稳定

截止 2021 年末，我国境内人均化妆品的消费额较低，仅为 67.7 美元，低于发达市场、周边地区和世界水平。一方面，是因为人均消费水平不足导致的购买频次和购买的金额不够高。另一方面，则是由于化妆品渗透率不够高。中国的现代护肤和化妆理念主要是由上世纪八九十年代国际化妆品公司在开拓中国市场时大肆推广的，因而由发达城市居民最先开始接触，而低线城市及乡镇则较晚接触护肤和化妆。即便人们对化妆品大类的使用习以为常，但在细节程度上也依然有相当一部分人群没有使用精细步骤的护肤品、彩妆、香水、脱毛膏等产品的习惯。

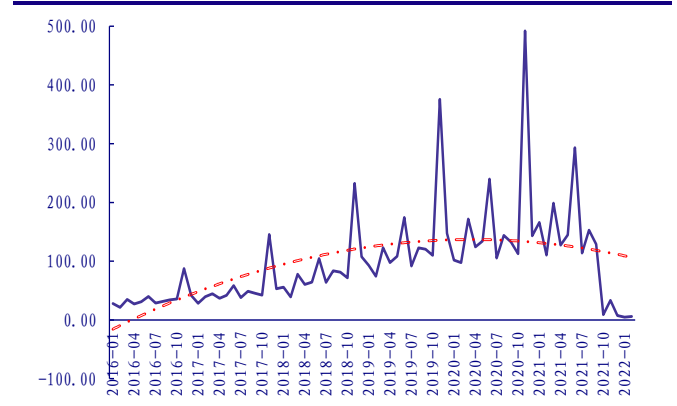
随着互联网零售和美妆媒体对化妆品的推广，加上可支配收入提升，化妆品使用将不断普及和深化，中国化妆品市场有较大成长空间。并且，十几年来中国化妆品市场的增长速度一直处于较高并高于世界平均水平，说明中国化妆品市场成长动力充足。化妆品的渗透方向主要为高收入向低收入、一二线城市向三四线城市，而中低收入或低线城市的化妆品消费者往往是从平价化妆品开始的，因而尽管高端市场的占比在提升，大众市场仍然有稳定和较大的成长空间，其中正在崛起的国产化妆品也可以从中获利。

图 27：2021 年中国及部分地区人均化妆品消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

图 28：2016-2022Q1 年化妆品线上销售额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 2.市场集中度较低，国产化妆品发挥空间广

与成熟的欧美日化妆品市场相比，我国化妆品市场集中度较低，说明市占率靠前的国际公司并没有形成垄断优势，本土公司仍有发挥空间。在市占率前十名的公司中，除了前两名遥遥领先外，剩下的国内外化妆品公司的市占率差距并不大，未来或许有更多本土公司跻身市占率前十名。

## 3.基本生产能力具备，部分细分行业有望带领国货崛起

在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。为避免与国际化妆品品牌市占率、研发、口碑等强势方面的正面竞争，现阶段国产化妆品能够迅速崛起的细分行业需要满足三个条件中至少两者：①市场规模较大且增长较快，市场集中度较低，从而发挥空间广，竞争压力小；②技术难度较低，大众市场占比较高，从而利于平价的国产化妆品发展；③产品翻新快，营销推动效果明显，从而利于新晋者追上前沿步伐。我们建议关注本土化妆品公司在面膜、彩妆（口红、眼妆）、婴幼儿洗护用品等细分行业的布局。

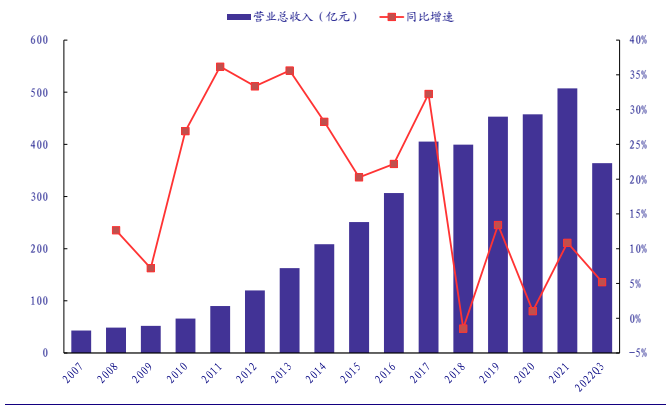
## （三）行业财务分析：2022 年前三季度略有复苏但 Q3 单季利润同比仍然下降；疫情防控政策优化落实，四季度有望回升

**1.利润表：21 年后疫情时代经济复苏致行业规模与业绩增长，22Q3 略有回升但全国疫情多点散发形成阻力，Q4 消费者避险情绪上涨业绩预计承压**

截止 2021 年年末化妆品行业合计实现总营业收入 507.40 亿元，同比增速为 10.86%；2022Q3 板块内公司合计实现营业收入 364.06 亿元，较上年同期上升 5.19%；行业总体增速自 2013 年开始出现下滑趋势，仅在 2017 年时有所提升回暖。2021 年行业合计实现归母净利润为 53.94 亿元，同比大幅提升 102.91%，主要是受益于 2020 年同期疫情期间的低基数以及头部品牌持续高景气的增长（广州浪奇的净利水平出现同比的明显改善）；2022Q3 板块内公司合计实现归母净利润 20.72 亿元，较上年同期下降 44.73%。从总体走势变动上可以看出，净利与营收的变化趋势基本保持一致。从营业收入和净利润的表现来看，尽管自 2017 年以来增速持续放缓，但行业整体规模仍在逐年扩张；而上市公司的业绩呈现出季节性波动，单季度广告等销售费用确认过多均有可能导致业绩的下滑，考虑到二季度包含“五一节”“端午节”“618”购物节，三季度包含“七夕节”、“中秋节”、“国庆节”，四季度包含“双十一购物节”等促销活动以及其他法定节假日等重要消费时点对拥有礼赠与自用属性的化妆品消费均起到了一定的拉动作用。2022Q3 受全国多地点状疫情影响，环比有较大下降。根据前期研究，化妆品公司的销售额主要集中在包含“双十一”活动的四季度，单季营收占比或可达到全年的 30-40%，因此下半年内尤其是双十一的品牌表现对于全年的公司表现走势也存在积极的指导作用。数据显示双十一销售情况与去年基本持平，但各地疫情散发对物流影响较大，运输端承担较以往更大的风险。国内外龙头化妆品企业表现稳定，国产龙头品牌顶住压力，市场份额保持上涨。但四季度，化妆品类零售额连续三月出现同比负增长，且负增长规模逐

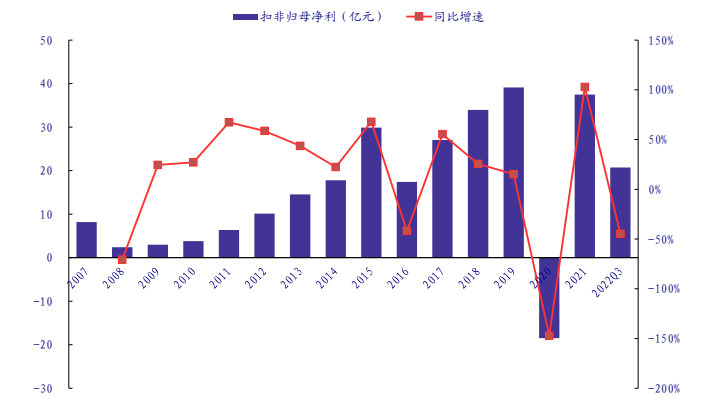
渐扩大。10-11月，国庆消费虽略有复苏，但受分散疫情影响仍显疲态。全国多地主要商圈和重点监测商贸企业销售额同比增速有所放缓或出现负增长。双十一销售数据总体平稳，但广州出现大规模疫情爆发，华南地区物流受到不同程度影响，线上渠道退货率提升，影响了大促期间的实际销售表现。12月，疫情防控政策变化幅度远超市场预期，短期内消费者避险情绪快速上涨，化妆品零售总额同比明显下降19.3%。据宏观数据，我们预期四季度化妆品行业公司业绩表现为不同程度的承压。但该情绪为短期影响，长期来看防控政策的优化有利于化妆品的线下体验与销售，结合春节假期销售情况，展望2023年行业将稳定复苏。一月份，行业内公司陆续披露2022年业绩预告，受全年疫情散发尤其是上海、广州两大城市先后爆发大规模疫情及年末疫情防控政策变化影响，大消费及化妆品行业整体不景气，叠加原材料价格呈现上涨趋势以及俄乌战争等全球因素影响，已经披露业绩预告的公司净利润大多呈现同比下滑情况，部分甚至年内录得亏损。

图 29：化妆品行业公司历年营收（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 30：化妆品行业公司历年归母扣非净利（亿元）与同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

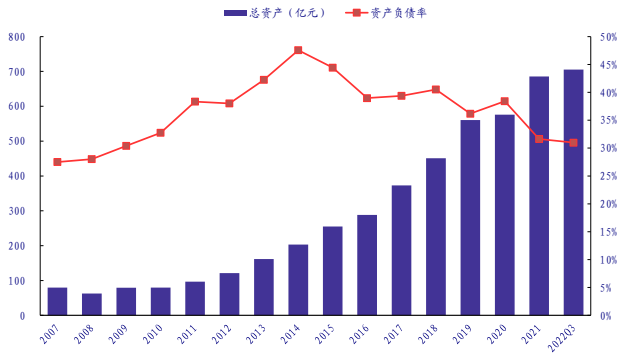
## 2.资产负债表：资产负债率2020年略微偏高，2021年与2022H1回落前期区间保持稳定，2022H1存货管理效率明显好转

截止2021年年末化妆品行业公司总资产合计为685.47亿元，2022Q3录得705.34亿元，剔除上市公司数量增加对于行业总资产数目的影响，化妆品行业整体保持稳定的扩张，体现了该行业的规模逐步扩大，后台商品生产制造与储备、前端商品销售渠道门店建设日益完善。行业总体的资产负债率逐年呈现出上升的趋势，截止2021年年末化妆品行业的总体资产负债率为31.63%，相较上年同期明显下降，2022Q3化妆品行业总体资产负债率为30.98%，自2013年开始行业的资产负债率水平基本稳定在30%-45%左右波动，进入相对稳定的区间；相较其他行业，化妆品行业的资产负债率处于较低水平。

对于化妆品企业而言，存货周转能力体现了公司的销售能力和存货管理能力，同时由于化妆品存在保质期较短、消费者对于商品生产日期重视程度高等特点，低存货说明公司产销结构较为合理，市场对于公司品牌具有一定的认可度。从存货占比总资产比例与存货周转情况来看，行业的存货占比总资产基本保持稳定趋势，围绕14%的水平上下波动，2022Q3该比例降为14.19%，相对稳定；2017年之前存货周转效率保持稳中有升，随后出现持续的小幅下降，2022Q3存货周转率折合年度水平较2021年末水平有显著下降，为5.34/次，创十年来新

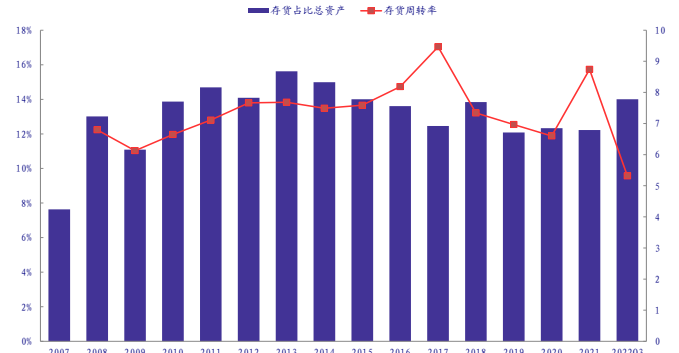
低，估计系疫情背景下物流受限所致；长期来看，化妆品企业应该结合自身的销售情况逐年对生产情况进行调节，逐步改善自身的库存管理情况。

图 31: 化妆品行业公司历年总资产(亿元)与资产负债率(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 化妆品行业公司历年存货占比(%)与存货周转率(次)

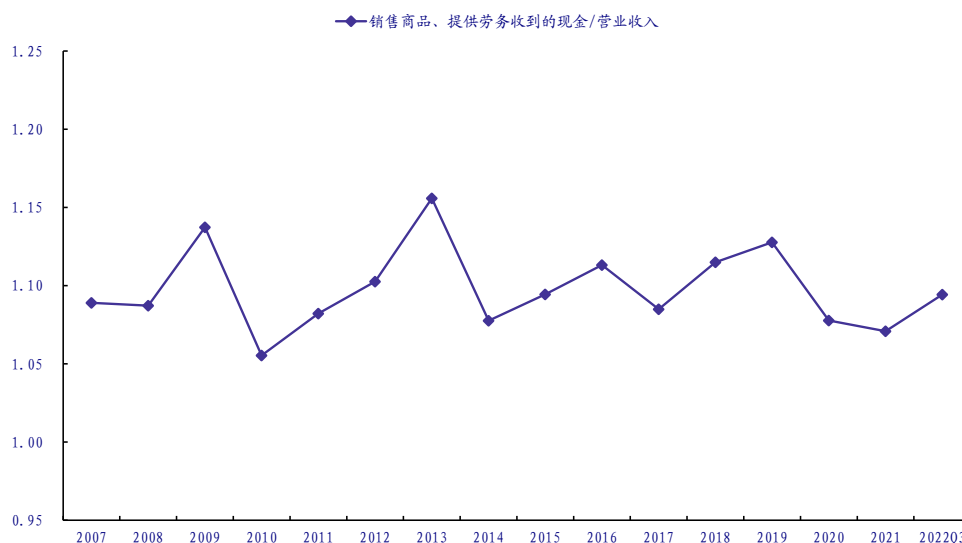


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3.现金流量表: 经营现金流相对充裕回款效率高, 未来仍需谨防回款效率降低诱发资金风险

化妆品行业的收入现金比例持续在 1.10 左右波动, 表明化妆品行业剔除了应收账款带来的风险之后, 现金流入情况与销售收入的实际情况表现基本匹配, 行业整体不仅当期收入全部现金, 并且收回前期应收账款, 盈利创造现金的能力较好。但从历史数据可以看出, 2016 年开始收入现金比例出现下滑趋势, 随后在 2018 年触底回升, 但近三年又出现了一定程度的下降, 2022Q3 仅有 1.09 水平, 尽管当前处于高于 1 的高位水平, 但是需要谨防可能由于收入未能及时收现而给公司带来的潜在风险(从侧面反映化妆品行业的上市公司可能存在为了提升销售额而向经销商赊销, 部分让利的情形)。

图 33: 化妆品行业公司历年收入现金比例情况(%)

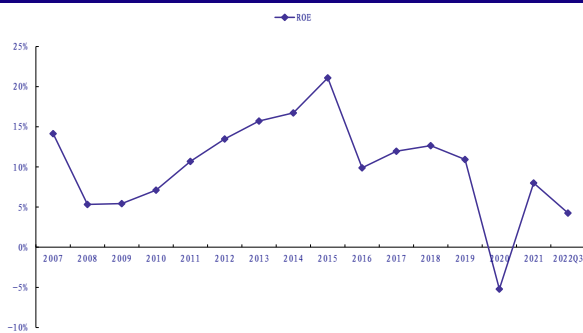


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

#### 4.杜邦分析：21年ROE回正，但22Q3受销售净利率下行影响，ROE下滑明显

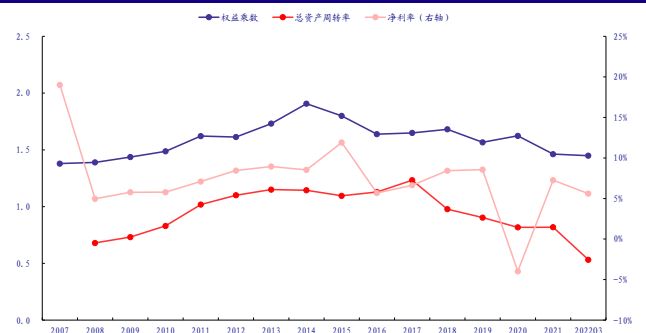
化妆品行业的ROE基本保持稳定的趋势，排除2015年年底上海家化非经常性损益过高推升行业整体收益向上抬升，ROE水平偏离的影响之外，行业整体的净资产收益率水平围绕10%左右波动。将ROE进行拆分，发现ROE的变动趋势与销售净利率变动趋势更为吻合，说明ROE的变动主要是因为销售净利率的变动导致的，销售净利率基本保持围绕6%的水平进行波动，化妆品行业的权益乘数呈现上升趋势（与资产负债率逐年攀升趋势一致），总资产周转率2013年有所提升，此后基本维持在1.11左右，但2017年开始呈现下滑趋势。2022Q3行业整体ROE水平为4.26%，其中权益乘数为1.45倍，总资产周转率为0.53，销售净利率水平则仅有5.60%，销售净利率下滑严重成为拖累ROE的主要原因。

图 34：化妆品行业公司历年 ROE (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 35：化妆品行业公司历年 ROE 拆分 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

具体来看，国内重点公司现已公布2022年度业绩预告。其中，水羊股份（300740.SZ）发布2022年度业绩预告，预计2022年归属于上市公司股东的净利润为12000万元至15000万元，比上年同期下降37%至49%；扣除非经常性损益后的净利润9500万元至12500万元，同比下降42%至56%。报告期内，公司业绩变动的主要原因，首先是新冠疫情对全年业绩产生不利影响，特别是第四季度新冠疫情快速扩散与双十一物流不畅叠加对业绩影响较大。其次，公司旗下覆盖多品牌运营，包括自主品牌御泥坊、大水滴、小迷糊、御、VAA等，但自有品牌升级暂未实现充分效益，同时，公司为长远发展储备人才，公司人力成本增加，研发投入加大，也影响公司本期的经营业绩。

此外，国际化妆品巨头也陆续发布季度财务报告。据11月雅诗兰黛（EL.N）发布的2023财年第一季度（2022年7月至9月）财务数据显示，总净销售额为39.3亿美元（约合人民币286.18亿元），同比下滑11%，有机销售额下滑5%。雅诗兰黛集团新财年开局不利，销售额减少的同时，净利润为35.61亿元，相比于去年同期下滑了29.33%。影响本报告期营收的重要因素包括中国长期严格的疫情防控措施带来的旅游零售限制，以及国内外零售商开始收紧库存。分地域来看，雅诗兰黛集团所有主要地区净销售均为负增长。亚太地区整体销售额为82.28亿元，同比下滑15%，香水和护发产品的增长也无法完全抵消护肤品和彩妆的颓势。大中华区实体商店销量下滑仍是主因之一，韩国地区的旅游零售也出现下滑。不过，泰国、马来西亚和日本出现了正增长。中国依然是雅诗兰黛的重要市场，就中国内地而言，在2022年“双11”大促中，雅诗兰黛集团取得不错的表现。据天猫官方数据，从10月31日晚8点正



式开售到 11 月 1 日晚 24 点，雅诗兰黛品牌位列天猫美妆行业和美容护肤类榜单第二位、彩妆类第四位。而雅诗兰黛也已做出不少调整措施来实现业绩增长和公司稳定的可持续发展，例如 2022 年 9 月宣布为适应公司长期、可持续发展的战略，将公司的品牌组合整合为两个品牌集群，分别由两位执行集团总裁领导，公司表示这种新的品牌领导结构旨在确保同类产品组合持续的一致性，使企业能够专注于最大的机会领域。此外，此次整合将进一步使雅诗兰黛公司的品牌在复杂且不断变化的美容市场中赢得消费者的青睐，同时提升集团内部人才储备和组织规划，使雅诗兰黛能够更好更灵活地实施公司的长期战略。

宝洁公司 (PG.N) 发布 2023 财年第二季度 (2022 年 10 月至 12 月) 财务报告，报告期内宝洁净销售额为 207.73 亿美元 (约合人民币 1409.65 亿元)，同比下滑 1%；净利润为 39.59 亿美元 (约合人民币 268.66 亿元)，同比下滑 7%。这是宝洁近 5 年来 Q2 业绩首次出现营收和净利双下滑的局面。对此，宝洁在本次财报中将净销售额下滑归咎为外汇及收购和资产剥离，即不利的外汇对净销售额产生了 6% 的影响，排除外汇以及收购和资产剥离的影响，第二季度有机销售额增长 5%。尽管成本和运营环境非常困难，宝洁在本报告期内仍取得了较为稳健的业绩，有机销售额增长的重要推动因素为价格上涨，涨价给宝洁带来了 10% 的业绩增长，积极的产品组合仅带来了 1% 的增长。财报显示，宝洁美容化妆品净销售额同比下降的主要原因是高端护肤品牌 SK-II 的净销售额下降，该品牌的售价高于行业平均售价。在中国市场，SK-II 因新冠疫情出现过业绩下滑，在中国市场受到的冲击尤为明显。在 2020 年 4 月疫情初期，宝洁发布的 2020 财年第三季度财报就显示，包括中国在内的亚洲零售市场暂时中断，旅游零售额大幅减少，免税店人流骤减，SK-II 出现两位数的下滑。2022 年第四季度，SK-II 销售额下降了两位数，也拉低了宝洁美妆板块的整体增幅。总的来说，宝洁创新驱动的销量增长和涨价、积极的产品组合带来的部分增长，无法抵消新冠疫情带来的综合负面影响和 SK-II 销量的下滑，所以宝洁更应提高各大产品组合对业绩的拉动作用，坚持其综合战略，包括优势产品组合、先进的生产力、颠覆式的创新以及负责任的组织结构，从而实现平衡增长及创造价值。

从各商圈发布数据来看，春节消费市场加速回暖，美妆产业在春节期间明显复苏。银泰商业集团表示，客流回暖、小城经济和高端美妆是今年春节化妆品类消费的关键词。大年初一到初三，银泰百货全国门店客流同比去年同期增长 23%，其中银泰百货杭州西湖店、萧山店、西安开元钟楼店、仙桃商厦等多个门店更是实现客流比去年翻倍。与此同时，一些著名的小城消费也非常活跃，银泰百货位于湖州、金华、温岭、仙桃的门店销售都在增长，其中银泰百货湖州店初一到初三的销售额增长 50% 多。在此基础上，高端消费也依然强劲。从银泰百货的品类数据来看，面部精华的增长最好，初一至初三该细分类别的销售额与去年同期相比实现了翻倍增长。南京新百也表示，在春节期间 (1 月 21 日-1 月 27 日)，南京新百客流超 57 万，创历史新高。全馆销售实现开门红，其中美妆类、运动类销售均实现大幅增长。武商 MALL·武广的数据显示，在与品牌的共同合力之下，美妆区的春节销售同比实现三位数增长。欧莱雅集团独家投放的“开门红”资源，联合十大品牌释放活动力度，吸引了众多消费者前来采购新年新妆。

### 三、化妆品行业当前存在的问题及建议

通过下表对当前化妆品行业所存在面临的问题以及对应的建议进行梳理：

**表 1: 化妆品行业当前存在的问题及建议**

问题描述	解决建议
<p><b>1. 国际品牌历史悠久，国产口碑积淀不足</b>                      国际公司成立较早，具备较为完整和成熟的品牌矩阵，在国内的发展也比大多数国产品牌要早。消费者对成立时间较长的品牌有一定的信赖，而且较长的历史对品牌口碑积淀和形象树立具有积极作用。大部分国内化妆品公司与国际公司有近百年的差距，在口碑和消费者信赖度上有天生的不足。由于缺乏品牌口碑积淀，很难享受品牌溢价。</p>	<p>(针对问题 1 和 2) 国际化妆品公司往往都是先有一个单独的、成熟的品牌，发展多年后，口碑、技术都有所积淀，本身实力已经比较强大，资金充足，并发展国际业务，并为了丰富品牌矩阵自主研发子品牌或收购其他已经发展不错的品牌。<b>早期深耕核心品牌的研发和销售为这些国际公司积累了丰厚的资金和口碑，为后期开发新品牌提供资金和经验。</b>很多国内化妆品公司核心品牌尚未塑造和发展成功，便开始开展其他品类的投入的开发，很可能造成所有旗下品牌竞争力都不强的局面。<b>现阶段本土化妆品公司成立时间大多在二十年左右，资金和口碑积累不足，更适合发展核心品牌和打造拳头产品，深耕研发，不宜盲目扩增品牌数量。</b></p>
<p><b>2. 国际公司产品矩阵丰富，国产品牌定位相对局限</b>                      本土化妆品公司业务相对集中，价格主要在中低区间；国际化妆品公司业务范围广、品牌矩阵丰富，涉及护肤、彩妆、洗浴、护发、口腔、香氛等美容个护的各个方面，同时覆盖所有的价格区间、面对所有的消费群体。产品矩阵丰富的公司可以根据不同的市场环境调整投资方式，在面对不利的市场因素时更能游刃有余，因而国际化妆品公司经营的稳定性更强，抗经济周期能力更强。国际品牌定位多样，不乏适合并针对中国消费者的产品，国产品牌想从定位上吸引消费者并不见得拥有十足的优势。</p>	<p>此外，对于本土化妆品而言，不仅需要建设好线上渠道，渠道下沉低线城市也十分重要，原因在于：①低线城市实体店是消费者接触本土美妆、构建品牌认知的重要渠道。②低线城市消费由于经济实力或接触渠道所限，对国际品牌并无执念。③低线城市人力成本较低，线下门店的配套服务更有效地提升消费者消费效用。</p>
<p><b>3. 国际化妆品研发领先，国产缺乏高端产品开发</b>                      目前国产化妆品产品的生产已经达到基础水平，能够实现基础的保湿、滋润和彩妆功效，但更加高阶的抗老、紧致等效果并未达到国际水平。同时我国化妆品公司规模较小，投入研发的资金实力不足，研发投入总体上远远不及国外公司，所以在基础生物医药的科研水平和人才储备相对落后，基础研究应用于化妆品行业的速度相对较慢。尤其是高端定位的产品，其核心成分往往不是常规功效成分，独创的原料开发需要高昂的前期投入。</p>	<p>(针对问题 3 和 4) 中国人均可支配收入提升，人们对自身修饰和精神满足的需求增加，越来越倾向于使用高端品牌和个性化产品。因此，尽管高端化妆品的功效与价格不成正比，仍有许许多多的消费者愿意为那增加的一点功效和体验支付超越产品本身的溢价。在消费升级的大趋势下，中国化妆品市场高端化的趋势愈加明显，高端产品的开发更需要长期的研发投入和积累，因而本土公司应尽力提高研发实力，增进产品精致度，才能往高端化发展。</p>
<p><b>4. 国际化妆品把控定价权，国产毛利率水平受制</b>                      国际化妆品公司拥有领先定价的能力而且毛利率较高，一方面国际品牌形象高大，拥有忠实的高端消费群体，对高价承受能力强；另一方面国际化妆品公司研发实力雄厚，把控核心技术和成分，不断推出突破性创新产品，同时也就拥有了对新品的定价权和较高的毛利率。没有大集团的背书、雄厚财力和研发实力，本土化妆品公司不易开发出真正的、受消费者认可的高端产品。在这种情况下，走平价路线和以满足基础需求为主的国产化妆品很难拥有价格提升空间，定价受制于国际化妆品的定价梯度。</p>	<p>此外，在经历了近 30 年的发展，国产化妆品的生产可以达到基础到中等水平，在洁面、面膜、眼影、眉笔、润唇膏、护手霜、身体乳等要求不高的产品上具有性价比优势，可以利用这些基础产品吸引消费者并通过不错的使用效果积累口碑、树立品牌形象和提高消费者的留存度。</p>

资料来源：中国银河证券研究院整理

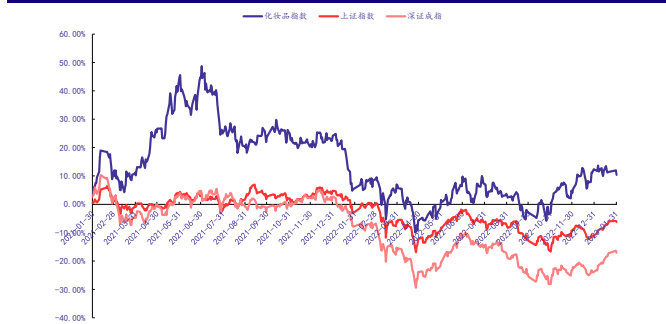
## 四、化妆品行业在资本市场中的表现

### (一) 化妆品行业指数相对涨幅优势明显，估值指标随着净利率水平回归正常有望恢复至前期上行区间

2023 年年初至今 (20230131) 化妆品指数下降 1.33%，跑输同期深证成指 (7.95%)、上证综指 (4.47%)；其中化妆品指数整体走势由下跌见底开始小幅回升，后期动力不足呈现波动下降，见底后又再次反弹的趋势。22 年初整体走低，4 月 25 日更是首次跌破 1000 点，主要受新冠疫情爆发，全国多地物流受限，线下门店关停等影响。5 月初有起稳回升的迹象，

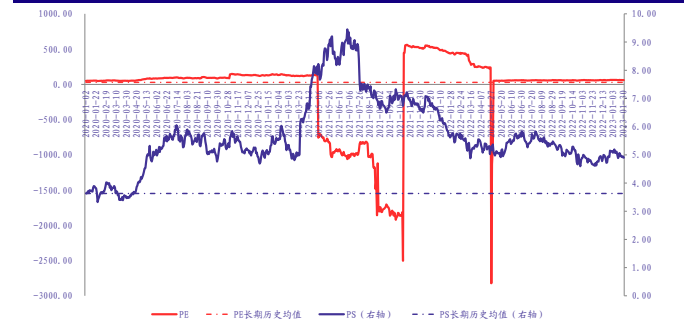
与疫情放缓关系密切，并且“618”大促更是加速其回暖。7月稍有回落，主要受今年夏季罕见高温天气导致需求减少。8月受大盘影响，走势呈波动下降。9月持续下跌，于10月与大盘保持一致，处于震荡寻底阶段。11月上旬在“双十一”助力下开始反弹，但下旬受全国各地疫情散发影响，又出现断崖式下跌。12月初由于防疫政策优化，指数走势短暂上升，但受感染高峰影响，中旬开始波动下降，月底得益于各地元旦促消费活动等的开展，小幅反弹回升。2023年1月“年货节”助力线上消费渠道回暖，叠加各地消费券的发放的积极影响，整体呈现小幅波动上升趋势。与之对应，化妆品行业总体表现与PE、PS的变化趋势都较为契合；自2022年3月中旬起，由于全国多地爆发新冠疫情，严重拖累零售行业，使得PE值跌破300并一路走低；5月末，PE值缓缓回升，6月至今走势平缓，截至2023年1月31日，上升至60X。至于PS估值水平，同样自2022年3月中旬起受新冠疫情封城影响突破前期中枢5X水平，截止2023年1月31日，PE（TTM）与PS估值水平接近长期均值水平，处于估值的低估区间。

图 36: 化妆品指数 2021 年年初至今累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 化妆品指数估值指标

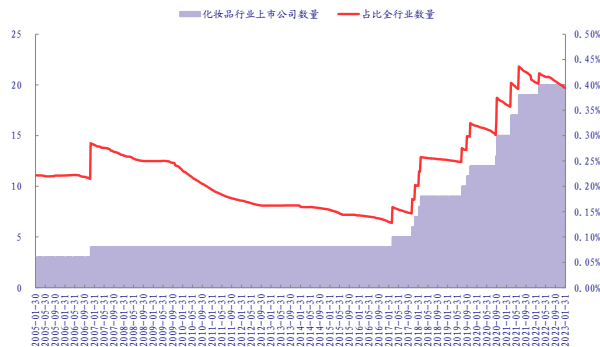


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 市场情绪指标与风险指标: 化妆品行情指标均已波动至中值之上, 抗风险性与抗周期能力较强

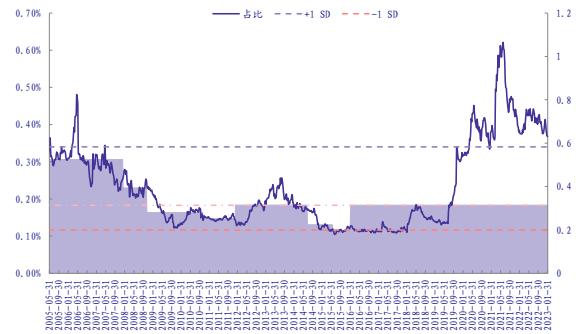
化妆品行业的公司主要集中在 2017 年之后上市, 数量从之前的 3 家快速提升至 20 家, 因此占比出现大幅提升; 截止 2023 年 1 月 31 日, 化妆品行业上市公司数量占比全市场比例为 0.39%; 化妆品行业占全行业市值的比例为 0.37%, 目前明显高于历史百分位水平且接近一个标准差的上线水平, 市值占比在过去几个月上升后呈现波动下降趋势, 板块规模有所反弹, 当前表现高于全时间段范围的中位数水平, 也远高于本轮震荡行情的中位数水平。

图 38: 化妆品行业上市公司数量与全行业比例情况 (个; %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 39: 化妆品行业市值与全行业比例情况



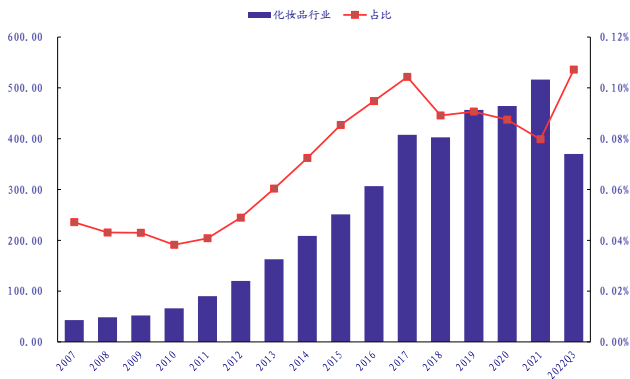
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

化妆品行业内的上市公司贡献全 A 股的营收占比的比重前期呈现波动上升趋势，在 2017 年达到峰值水平之后开始呈现下滑趋势，这与公司市值占比的上升趋势基本保持一致，2022Q3 化妆品行业所监测的 20 家上市公司共实现营收 369.81 亿元，贡献全市场营收比例为 0.11%，比较去年同期上涨 5.03%，虽受疫情冲击，但表现平稳。排除 2015 年上海家化大额非经常损益以及 2020 年广州浪奇的大额减值，近年来化妆品行业净利润的贡献占比相对平稳。由于销售费用偏高，历年来化妆品行业整体净利率水平较低。2022Q3 化妆品行业上市公司合计贡献业绩 20.72 亿元，占比全市场为 0.04%。

目前 (2023.01.31) 化妆品行业占全行业成交金额的比值为 0.28%，换手率与全行业的比值为 1.43 倍，其中成交额高于本阶段中位数水平以及历史均值水平，换手率也处于较高的历史百分位水平。此外，我们将指数的 1/PE 处理为投资收益率，由此通过比较 1/PE 与 10 年期国债年化收益率获得差值可视作投资超额收益，当前化妆品行业的风险溢价为 -1.23%，低于平均水平 (-1.15%)，高于中位数水平 (-1.48%)，处于高位震荡区间，需谨防未来可能转而下行的风险，该指标仅在 2007 年底与 2015 年底前后两段时期有过异常变动，其余时间段均在一个标准差范围内波动。

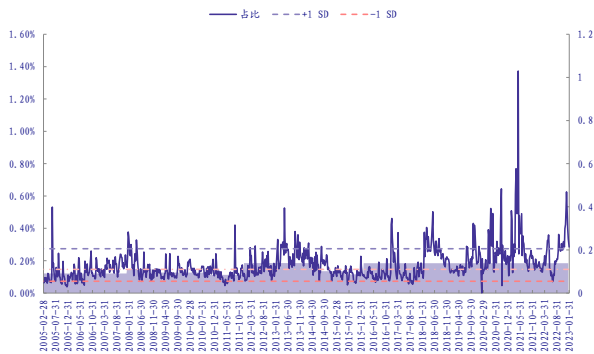
Beta 值衡量了化妆品行业对市场的敏感程度，与全 A 的 beta 值进行对比后，如果比例大于 1，则说明系统性风险高于全市场；反之亦然。化妆品行业的 beta 与全市场 beta 的比例普遍小于 1，中位数为 0.95，说明化妆品行业具有较强抗风险和抗周期能力；风险前期偏高，在全时间段范围内相对比例呈现先下降再提升趋势，2014 年之后开始围绕中枢进行波动。目前 (2023.01.31) 化妆品行业 and 全行业 beta 值的比值为 0.92，低于行业中位数水平。

图 40: 化妆品行业营业收入 (亿元) 与全行业比例情况



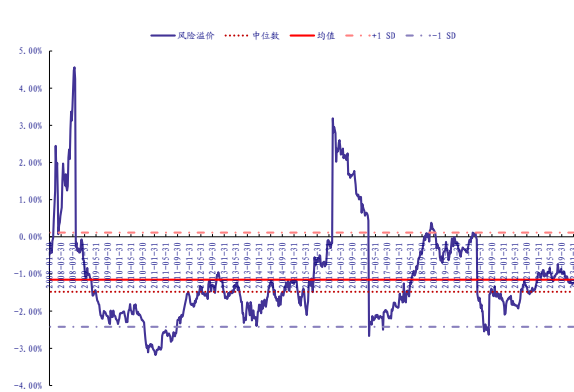
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 化妆品行业成交额与全行业比例情况 (%)



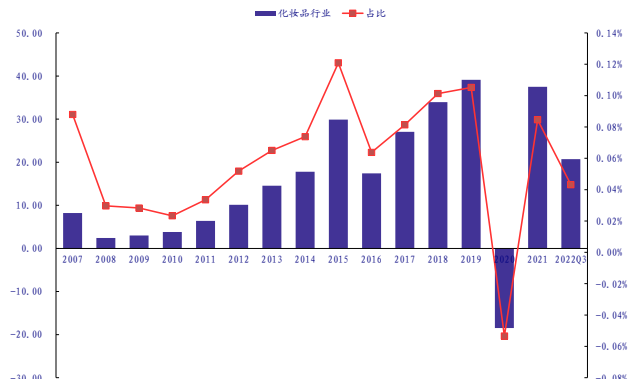
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 化妆品行业风险溢价 (%) 走势情况



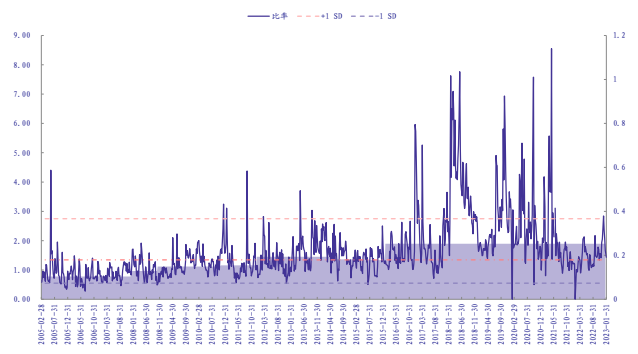
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 化妆品行业净利润与 (亿元) 全行业比例情况



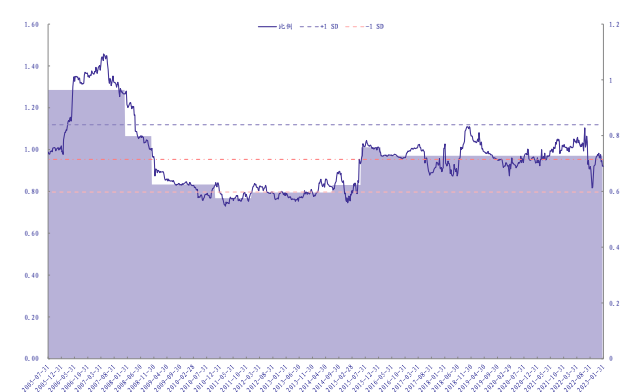
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 化妆品行业换手率与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 化妆品行业 beta 值与全行业比例情况 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

### (一) 二月配置建议

我国 A 股中化妆品上市公司较少，但近年来参与者逐渐增多，现阶段包括以美妆为主的

品牌商上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、水羊股份（300740.SZ）、丸美股份（603983.SH）、华熙生物（688363.SH）及贝泰妮（300957.SZ），以洗护为主的品牌商拉芳家化（603630.SH）、名臣健康（002919.SZ）和广州浪奇（000523.SZ），以口腔护理为主的品牌商倍加洁（603059.SH）、两面针（600249.SH），还有覆盖美妆上游代工厂及原材料的青岛金王（002094.SZ）、科思股份（300856.SZ）、青松股份（300132.SZ）、鲁商发展（600223.SH）及嘉亨家化（300955.SZ），覆盖下游渠道线上代运营的壹网壹创（300792.SZ）、丽人丽妆（605136.SH）、若羽臣（003010.SZ）、凯淳股份（301001.SZ）、青木股份（301110.SZ）。

结合前文对于行业特征的分析，若行业可持续前期的发展趋势与规模增速，我们维持“短期看渠道，中期看产品，长期看品牌”的化妆品行业推荐逻辑不变。对于化妆品公司而言，短期需要尽快抢占市场份额，通过拳头产品获得消费者认可，此时合适的销售渠道与营销手段尤为重要，新品与爆品利于初期品牌形象的树立；中期化妆品公司需要进一步稳定和提升市占率，此阶段丰富的产品矩阵可以助力公司触达更全面的消费者群体，满足多元化的美妆个护需求，覆盖更广阔的产品价格带，在广度上拉高公司的渗透率；但从长期来看，化妆品公司的核心竞争力体现在研发层面，具有竞争壁垒的核心有效成分将提升品牌的议价能力，稳固自身的市场地位，并获得消费者对对应品牌的忠诚度。

从政策的角度来看，根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，其中第十二章“畅通国内大循环”中明确提出，要“开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌”。由此可以看出政策中对于国产化妆品品牌发展的重视程度，且明确了品牌商最终需实现高端化发展的最终目标。此外，各地政府积极响应，以“高质量发展”为基础，也推出了化妆品行业发展的实施方案。《广东省推动化妆品产业高质量发展实施方案》中提出“力争到2025年，培育年销售收入超过200亿元、100亿元的领军企业各3—5家、超过50亿元的本土企业10家以上，拥有10个以上知名民族品牌，本土自主品牌产品市场占有率占全国50%以上，打造国内乃至全球最具影响力和知名度的化妆品产业高质量发展集聚群”；《浙江省化妆品产业高质量发展实施方案(2020-2025年)》提出“到2025年，全省化妆品产业年销售收入超2000亿元，培育年销售收入超过100亿元的行业领军企业3家，拥有5个以上国际知名品牌，培育一批新锐品牌，浙江美妆品牌产品占国产美妆市场份额25%以上”。由上述目标计划可以看出，截止2025年，国产头部美妆品牌的规模应达到百亿元，当前优质标的公司仍有较大的增长提升空间。2022年12月1日《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》正式实施，《检查要点》具有很强的针对性和实操性，不仅为监管部门开展化妆品生产企业生产许可现场核查、生产许可延续后现场核查、日常监督检查提供了标杆尺度，还为企业完善机构人员配备、制度建设等提供了指导规范，有利于促进企业进一步健全完善生产质量管理体系，落实追溯管理要求。《检查要点》发布后，不少化妆品生产企业结合其中设置的多条重点检查项目，有针对性地优化企业生产质量管理。抽样检验作为化妆品上市后监管的重要手段之一，是打击化妆品违法违规行为最主要、最精准的线索来源之一。为贯彻执行新法规，国家药监局制定发布了《化妆品抽样检验管理办法》，于2023年3月1日起施行。《办法》共八章61条，从计划制定、抽样、检验和结果报送、异议和复检、核查处置到信息公开等全环节，对监管部门、检验机构、化妆品生产经营者三方在抽检相关工作中的责任、权利、义务等要求进行了明确，规范了抽样检验全环

节工作程序，落实了线上线下一体化监管原则，强化了不符合规定产品核查处置工作要求，也强调了对生产经营者合法权益的保护，有助于进一步提升化妆品质量安全治理水平。

国家统计局的社消数据统计中显示，2022 年社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.2%。在社会消费品零售总体下降的背景下，化妆品类的表现也相对承压，化妆品类零售总额为 3936 亿元，同比下降 4.5%，是 6 年以来的首次负增长。全年受疫情影响，节日大促对消费的提振作用开始变得有限，例如，6 月在“618”的加持下，化妆品零售额达到 424 亿元，同比增长 8.1%，成为全年同比增幅最高的月份，但与疫情前的 2019 年 6 月化妆品零售同比 22.5% 的增幅相比，相差近 15 个百分点。11 月，尽管有“双十一”的助力，化妆品单月零售额达到全年最高值 562 亿元，但同比 2021 年却下滑 4.6%；而有“38 节”、“520”、“双 12”等节日的 3 月、5 月、12 月，化妆品零售同样录得同比负增长。随着防疫政策优化及促消费政策的实施，预计 2023 年，整体经济活力和美妆消费将迎来全面复苏，美妆市场也将迎来新的发展机遇。

从行业内上市公司的具体表现（2022 三季报与 2022 年年报预告）来看，2022 年三季度重点关注的珀莱雅（603605.SH）及贝泰妮（300957.SZ）等品牌商表现不俗，营收规模与业绩基本实现稳步扩张，产品结构优化与核心产品发力带来盈利水平也有一定的提升。具体来看，化妆品品牌类公司的预增一方面源于产品销售额的提升（疫情冲击后的恢复、新品爆品销售等多元因素驱动），另一方面显示出化妆品行业消费整体的结构性优化，消费者逐步认可国产品牌旗下的高毛利护肤品，这与长期由成分、研发等支撑品牌力的发展方向不谋而合。但 2022 年度预告显示整体业绩承压，水羊股份（300740.SZ）、两面针（600249.SH）等公司预计净利润较 2021 年同期有所下降，普遍受疫情对全年业绩的拖累影响，特别是第四季度新冠疫情快速扩散与双十一物流不畅叠加对业绩影响较大。同时受物流运输、销售竞争环境变化的短期影响，加上美联储加息、俄乌冲突、人民币汇率波动等影响，或将致使化妆品品牌类公司的毛利率同期下降。原料端层面，受大宗商品价格波动、上游供应链紧张等因素影响，化妆品主要原材料价格呈持续上涨趋势，导致报告期内化妆品业务生产成本上涨，预计对产品毛利率构成较大压力。

从资本动态的角度来看，化妆品类公司的投资热情较高，通过产业基金的设立，化妆品公司在发展主业的同时，不仅关注赛道内具有潜力的多元化小品牌发展，也注重全产业链（原料、生产、销售运营等）的横向扩充。此外，继续推动“大单品”战略，同时进行多品牌矩阵建设，在当下已经成为国货化妆品行业的一个大趋势。国货化妆品品牌还通过投资、收购等途径来扩大自己的业务版图。2022 年，上市公司中贝泰妮、珀莱雅、丸美股份、华熙生物、水羊股份、丽人丽妆等公司均有合资基金设立，资金用于相关领域的投资支出；同时 5 月资生堂首个中国投资基金“资悦基金”的实体注册成立，欧莱雅首家中国投资公司上海美次方投资，同样说明外资对于国内市场的重视与关注。水羊股份在 7 月收购了法国高奢抗衰品牌 EDB，还完成了对法国轻奢品牌 PierAuge 的投资及中国业务的收购，补充公司在自主高端品牌的空缺，丰富品牌矩阵。8 月，上海家化将一笔投资给到了香薰品牌“节气盒子”，并期望借此获得外延式增长机会，与目前主力赛道进行互补。10 月，巨子生物完成第一轮融资，并于 11 月初于港交所上市。同月，鲁商发展发布拟将持有的房地产开发业务相关资产及负债转让的公告，财报数据显示鲁商发展正逐步剥离其地产业务，前三季度化妆品行业营收已超过 14 亿元。12 月，丸美股份对外投资设立产业投资基金，进一步优化投资结构，促进公司长远发展；同月，上美股份在香港交易所敲钟上市，不仅给起伏波动的资本市场增添热度，

也呼应国内疫情管控逐渐放开、内需扩大的经济社会发展新动向。

整体来看，我们认为进入后疫情时代，尽管居民收入端增速表现仍处于缓慢恢复过程中，但这一因素对化妆品行业造成的实质性影响相对有限，主要是由于我国化妆品品类渗透率相较于周边国家以及海外发达国家而言依旧偏低，故而仅依靠渗透率的持续提升便能够支撑我国化妆品市场实现不低的增长，并且在此基础上消费升级趋势下的品牌与产品高端化还能够从价格端弥补了部分负面影响，因此我们认为化妆品行业（具有一定必需消费属性）大概率将继续保持长期向好的发展趋势。结合化妆品行业的投资逻辑，我们推荐：①重视全渠道建设和全渠道营销的品牌商以及线上渠道运营商，此阶段内可以享受线上渠道规模增长带来的扩张红利；②覆盖全品类产品，尤其覆盖相对必选属性、抗周期更强的护肤和个护类产品，消费者对于此类商品的依赖性与忠诚度更高；③打造品牌力，积极研发符合市场需求的化妆品产品。对应推荐标的包括：上海家化（600315.SH）、珀莱雅（603605.SH）、水羊股份（300740.SZ）、贝泰妮（300957.SZ）。

## （二）一月关注组合表现回顾

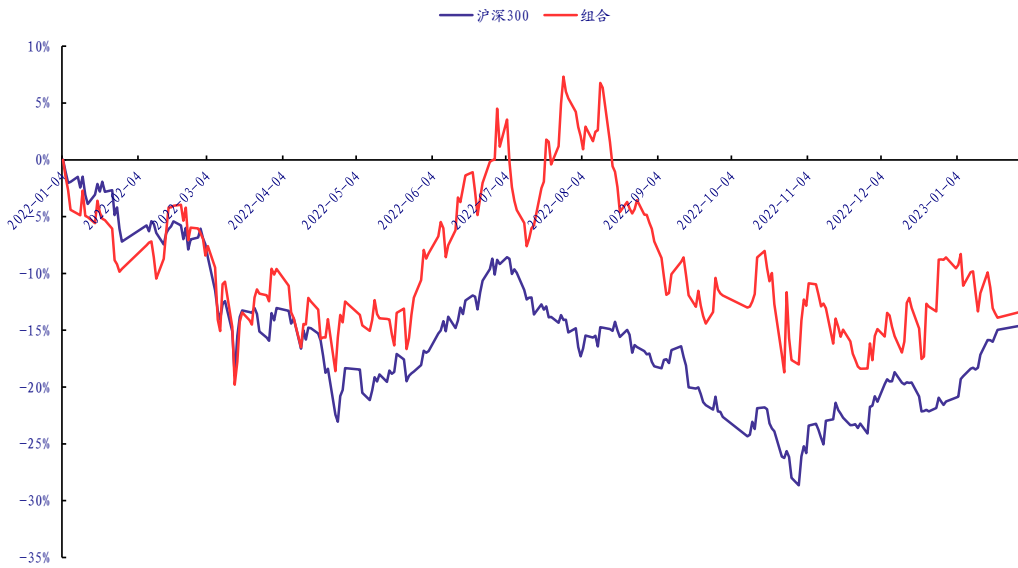
表 2: 关注组合

证券代码	证券简称	推荐理由	权重	2023 年年初至今 累计涨跌幅 (%)	本月 涨跌幅 (%)
600315.SH	上海家化	六神（日化）、玉泽（美妆）、汤美星（母婴）等知名品牌是公司营收和盈利的主要支柱，随着公司管理层对于经营战略的逐步调整，其他暂时处于亏损的子品牌有望逐步改善。	25%	-1.85%	-1.85%
603605.SH	珀莱雅	公司在主品牌珀莱雅、核心品类护肤品、传统线下日化渠道中稳定发展，同时大力推动多品牌、多品类、多渠道的生态化发展战略，市场营销反应速度快，彩妆新品、线上电商渠道增速亮眼。	25%	-1.30%	-1.30%
300740.SZ	水羊股份	公司基于“四双战略”，逐步探索自有品牌升级逻辑+多业务布局战略，引导品牌夯实资产、高效发展。研发与数字化双科技赋能战略，赋能品牌经营提效。在行业整体下行背景下，仍验证公司盈利韧性。	25%	-12.76%	-12.76%
300957.SZ	贝泰妮	主力产品专注于皮肤学级美妆产品，对于敏感肌群体的消费者具有一定的必选属性，行业尚处于高速成长期，叠加公司精于线上销售、新媒体运营等策略，市占率有保障。	25%	-5.36%	-5.36%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



图 46: 组合 2022 年年初至今收益率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

化妆品行业市场竞争日益激烈的风险; 研发费用投入与产出低效的风险; 品牌建设与渠道扩张不及预期的风险。

## 插图目录

图 1: 化妆品指数与上证综指走势变化趋势.....	3
图 2: 化妆品上市公司占比市场总市值 (%) 走势变化趋势.....	3
图 3: 中美化妆品行业市值规模与营收规模对比 (亿美元).....	3
图 4: 中美化妆品公司市值规模与营收规模对比 (亿美元).....	3
图 5: 2001-2022 年化妆品、人均可支配收入、GDP 增速 (%).....	5
图 6: 2001-2022 年化妆品限额以上零售额(亿元)及占比 (%).....	5
图 7: 我国境内与港台护肤品大众市场与高端市场对比 (%).....	5
图 8: 我国境内与港台彩妆大众市场与高端市场对比 (%).....	5
图 9: 2021 年我国境内城镇与港台人均化妆品消费 (元) 对比.....	6
图 10: 2021 年我国境内城镇与港台人均可支配收入 (元) 对比.....	6
图 11: 2012-2021 年中国大众化妆品市场前十公司市占率变化.....	6
图 12: 2012-2021 年中国高端化妆品市场前十公司市占率变化.....	6
图 13: 2021 年化妆品分类占比 (%).....	7
图 14: 2008-2022E 化妆品分类市场增速 (%).....	7
图 15: 2021 年护肤品分类占比 (%).....	8
图 16: 2021 年彩妆分类占比 (%).....	8
图 17: 2007-2022E 中国护肤品市场 (亿元) 及增速 (%).....	8
图 18: 2007-2022E 中国彩妆市场 (亿元) 及增速 (%).....	8
图 19: 2021 年中国化妆品市占率前 10 公司与上市本土公司 (%).....	9
图 20: 2021 年护肤品市占率排名前二十的公司 (%).....	10
图 21: 2021 年彩妆市占率排名前二十公司 (%).....	10
图 22: 2021 年护肤品市占率排名前二十品牌 (%).....	10
图 23: 2021 年彩妆市占率排名前二十品牌 (%).....	10
图 24: 2012-2021 年中国化妆品前 20 公司市占率变化 (%).....	11
图 25: 2012-2021 年护肤前 20 品牌+上市公司品牌市占率变化 (%).....	11
图 26: 2012-2021 年中国彩妆前 20 品牌市占率变化 (%).....	11
图 27: 2021 年中国及部分地区人均化妆品消费额 (美元).....	12
图 28: 2016-2022Q1 年化妆品线上销售额 (亿元).....	12
图 29: 化妆品行业公司历年营收 (亿元) 与同比增速 (%).....	14
图 30: 化妆品行业公司历年归母扣非净利 (亿元) 与同比增速 (%).....	14
图 31: 化妆品行业公司历年总资产 (亿元) 与资产负债率 (%).....	15
图 32: 化妆品行业公司历年存货占比 (%) 与存货周转率 (次).....	15
图 33: 化妆品行业公司历年收入现金比例情况 (%).....	15
图 34: 化妆品行业公司历年 ROE (%).....	16
图 35: 化妆品行业公司历年 ROE 拆分 (%).....	16
图 36: 化妆品指数 2021 年年初至今累计涨跌幅 (%).....	19
图 37: 化妆品指数估值指标.....	19
图 38: 化妆品行业上市公司数量与全行业比例情况 (个; %).....	20
图 39: 化妆品行业市值与全行业比例情况.....	20

图 40: 化妆品行业营业收入（亿元）与全行业比例情况.....	21
图 41: 化妆品行业净利润与（亿元）全行业比例情况.....	21
图 42: 化妆品行业成交额与全行业比例情况（%）.....	21
图 43: 化妆品行业换手率与全行业比例情况（%）.....	21
图 44: 化妆品行业风险溢价（%）走势情况.....	21
图 45: 化妆品行业 beta 值与全行业比例情况（%）.....	21
图 46: 组合 2022 年年初至今收益率变动.....	25

## 表格目录

表 1: 化妆品行业当前存在的问题及建议.....	18
表 2: 关注组合.....	24

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

甄唯莹：现任消费品零售及化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi-yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi-yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)