

强于大市

化妆品行业点评

1 月化妆品淘系线上销售波动，期待后续改善

受 2023 年 1 月春节时点错位及疫情后需求尚未完全释放影响，线上化妆品淘系销售整体波动，1 月末春节期间消费环境回暖，随着后续零售环境逐渐恢复，预计淘系线上化妆品销售有望逐渐企稳回升。重点公司主品牌淘系零售波动，优质新品牌表现亮眼。展望未来，化妆品龙头公司需具备渠道和产品多方面优势，在零售环境恢复背景下，淘系线上销售情况有望企稳回升。

支撑评级的要点

- 受 2023 年 1 月春节时点错位及需求尚未完全释放影响，线上化妆品淘系销售整体波动。淘系平台上，由于 2023 年 1 月春节时点错位、疫情后需求尚未完全释放，化妆品企业淘系销售额有所下滑。国际品牌方面，欧莱雅/宝洁/雅诗兰黛 1 月淘系销售额同降 27.13%/38.45%/77.49%至 9.31/7.56/2.86/1.30 亿元。国内品牌方面，珀莱雅 1 月淘系 GMV 同降 11.06%至 2.33 亿元，上海家化淘系 GMV1 月同降 53.93%至 4922 万元，贝泰妮同降 54.86%至 7204 万元。1 月末春节期间消费环境回暖，随着后续零售环境逐渐恢复，我们预计淘系线上化妆品销售有望逐渐企稳回升。
- 重点公司主品牌淘系零售波动，优质新品牌表现亮眼。珀莱雅：主品牌淘系销售略有波动，新品牌表现突出。主品牌珀莱雅淘系销售略有下滑，1 月淘系 GMV 同降 17.53%至 1.77 亿元，但长期看不改大单品策略下竞争优势。新品牌消费者认可度不断提升，其中彩棠、悦芙媿表现亮眼，彩棠 1 月淘系 GMV 同增 48.60%，悦芙媿大幅同增 71.64%。贝泰妮：主品牌淘系销售额有所下滑，薇诺娜 BABY 增长亮眼。旗下主品牌薇诺娜 1 月淘系 GMV 同比下降 57.93%至 6580 万元，薇诺娜 BABY 表现亮眼，销售额同比大幅增长 99.68%至 617 万元。华熙生物：旗下主要品牌淘系线上零售承压。夸迪/米蓓尔/肌活/润百颜四个品牌 1 月淘系销售额分别同比下滑 29.70%/54.92%/50.93%/51.98%至 3096/1051/1020/2706 万元。鲁商发展：1 月公司旗下两大品牌的淘系销售额出现波动。瑷尔博士 1 月淘系销售额出现负增长，同比下滑 42.23%至 3115 万元，颐莲同比下滑 33.52%至 1416 万元。上海家化：主品牌 1 月淘系销售额出现下滑，典萃、六神表现突出。主品牌佰草集 1 月淘系销售额同比下降 58.36%至 755 万元。典萃 1 月淘系销售额同比增长 261.95%，增长亮眼。六神 1 月淘系销售额同比增长 23.46%，家安同增 5.67%，其他品牌同期淘系销售额均不同程度的下降。水羊股份：主要品牌淘系线上零售承压。主品牌御泥坊 1 月淘系销售额同比下滑 58.20%至 936 万元，其他品牌 1 月 GMV 均有所下滑。

投资建议

- 整体来看，头部品牌商具备较强的长期竞争优势，在疫情后周期消费者信心逐渐恢复背景下有望获得较好增长。随平台流量受限及行业整体增速放缓，马太效应愈加凸显，头部品牌商在其产品力、品牌力及营销力三重加持下，有望持续提高打造优秀单品的 α 能力，高效向上增长。核心推荐：具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头、产品优势显著的贝泰妮（旗下品牌薇诺娜）；主打大单品策略，不断进行大单品系列横向纵向拓展、同时不断拓展新品牌的珀莱雅；全产业链布局，多品牌矩阵成熟完善的华熙生物；多品牌全价格段布局的上海家化；自有品牌+代理品牌双轮驱动的水羊股份。建议关注：多赛道布局，差异化品牌矩阵的透明质酸龙头鲁商发展；深耕重组胶原蛋白和功效性护肤品、旗下可复美等品牌优势显著的巨子生物。

评级面临的主要风险

- 新品拓展不及预期；行业竞争加剧；政策风险；产品安全风险。

相关研究报告

《胶原蛋白行业深度》20230105

《美妆医美行业 2023 年度策略》20221209

《美妆医美行业 2022 年三季度综述》20221108

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人：杨雨钦

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080061

图表 1.1 月淘系线上化妆品销售整体波动（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
欧莱雅	16.31	53.19%	9.31	-27.13%
宝洁	12.01	-10.72%	7.56	-38.45%
雅诗兰黛	9.00	-33.05%	2.86	-77.49%
资生堂	5.97	-15.25%	1.30	-81.63%
百雀羚	1.19	-21.31%	0.00	-99.98%
伽蓝集团	1.38	-9.36%	0.01	-99.62%
珀莱雅	3.32	-2.49%	2.33	-11.06%
上海家化	1.14	-32.94%	0.49	-53.93%
贝泰妮	1.01	-28.58%	0.72	-54.86%
华熙生物	1.25	-30.32%	0.80	-37.38%
水羊股份	0.31	-33.70%	0.22	-35.16%
鲁商发展	0.77	-21.95%	0.49	-40.63%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 2.1 月淘系平台珀莱雅分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
珀莱雅	2.59	-6.37%	1.77	-17.53%
彩棠	0.55	34.88%	0.46	48.60%
悦芙媞	0.07	9.91%	0.05	71.64%
优资莱	0.01	-86.27%	0.04	-36.00%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 3.1 月淘系平台贝泰妮分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
薇诺娜	0.97	-30.85%	0.66	-57.93%
薇诺娜 BABY	0.04	-15.91%	0.06	99.68%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 4.1 月淘系平台华熙生物分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
夸迪	0.44	-14.10%	0.31	-29.70%
米蓓尔	0.20	-30.20%	0.11	-54.92%
肌活	0.16	-29.96%	0.10	-50.93%
润百颜	0.43	-39.35%	0.27	-51.98%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 5.1 月淘系平台鲁商发展分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
颐莲	0.19	-33.61%	0.14	-33.52%
瑗尔博士	0.49	-20.86%	0.31	-42.23%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 6.1 月淘系平台上海家化分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
佰草集	0.20	-28.42%	0.08	-58.36%
高夫	0.08	-24.67%	0.05	-45.19%
典萃	0.00	168.51%	0.00	261.95%
玉泽	0.32	-44.76%	0.19	-59.17%
双妹	0.01	-25.65%	0.00	-47.17%
家安	0.04	-19.85%	0.03	5.67%
启初	0.01	-93.57%	0.01	-95.53%
汤美星	0.00	-22.94%	0.00	-46.74%
美加净	0.10	-11.86%	0.05	-35.11%
六神	0.18	-47.76%	0.09	23.46%

资料来源：通联数据，中银证券

图表 7.1 月淘系平台水羊股份分品牌销售情况（单位：亿元）

品牌	2022.12 销售额	12 月 同比增长	2023.1 销售额	1 月 同比增长
御泥坊	0.15	-53.17%	0.09	-58.20%
花瑶花	0.00	-94.03%	0.00	-96.22%
薇风	0.00	-81.88%	0.00	-85.73%

资料来源：通联数据，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371