

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

美容护理行业深度：国内美妆如何乘风而行

社会服务行业 （强于大市）

证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号：S1060524010002

邮箱：HUQIONGFANG722@pingan.com.cn

2024年2月8日

请务必阅读正文后免责条款



平安证券

要点总结

- 国内美妆渠道变化快、相对复杂，【**产品、品牌、渠道**】的消费品经典框架中，在国内美妆行业【**产品合格+渠道运营**】更为重要，被看见才能被选择进而被长期选择。
- **2017-2023美妆行业经历一轮周期**：2017-2020年【**基础设施完善+国潮崛起+新消费投资热+线上渠道变革**】等多因素耦合将行业逐步推向高潮。2021年1月1日《化妆品监督管理条例》正式实施，之后各配套部门规章、规范性文件落地，行业走向合规化、龙头化；同时疫情期间线下交易不便，美妆行业线上渠道比例持续提升。
- **库存与渠道更迭**：三年来线上化提高了行业透明度和产业链进化速度，价格“内卷”逐步极致，大促带来库存周期，**后续行业层面需观察消费意愿、社会库存的消化与补库情况**。经历1-1.5年的调整，行业正在酝酿积极变化：**线上渠道常变常新，新的渠道正在萌芽，此外我们预计线下渠道将有所恢复**。
- **投资建议**：海外美妆龙头经历多轮经济周期，cagr持续多年10%左右甚至更高，按静态业绩测算peg约2-4倍区间，极端时1倍-8倍。过去几年国内美妆行业乘势而行，但尚未形成估值锚，经历调整后新的势能正在酝酿，关注**消费意愿、库存、渠道更迭**。随着认知提升，消费者需求愈加细分，多品牌、多产品线、多档位式的集团化运行更能满足不同消费需求。相关标的建议关注：爱美客、珀莱雅、巨子生物、上美股份，润本股份、福瑞达、丸美股份、华熙、贝泰妮、美丽田园等。
- **风险提示**：宏观经济波动，产品安全、质量风险，关键渠道拓展不及预期，品牌运营不力等。



CONTENT 目录

- ① 一、产品、品牌、渠道，谁更重要？

- ② 二、这一轮周期美妆公司经历了什么？

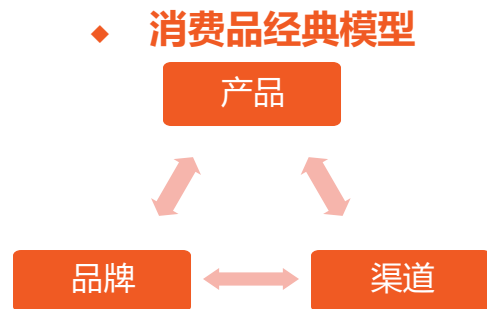
- ③ 三、未来变化：行业库存与渠道机会

- ④ 四、投资建议及风险提示

1.1 产品、品牌、渠道，谁更重要？

■ 产品

- ✓ 化妆品需具备安全性和功效性，但其功效性（尤其护肤品）在消费者侧难以证实或证伪，难以对照和重复。
- ✓ 消费者对化妆品的使用感受和功效感知不只与产品有关，因人而异，甚至有较强心理作用影响。
- ✓ 产品品质是品牌发展的基石，不及格的问题产品无法获得消费者长期复购；但合格产品能否长青有偶然性。
- 行业毛利率水平高，全流程（自产自销自建品牌）毛利率基本在70-80%；部分环节外包（如生产、渠道有经销）则略微降低毛利率。但是高毛利率并不带来高净利率，行业正常水平在10-20%，少数在20%以上。
- 毛利率与净利率之间的大gap在哪？销售费用率约在30%-50%甚至更高：**品牌建设**与**渠道建设**。



◆ 美妆生产的核心：包材和内容物

好看、好用、有趣味，有购买冲动

包材

内容物

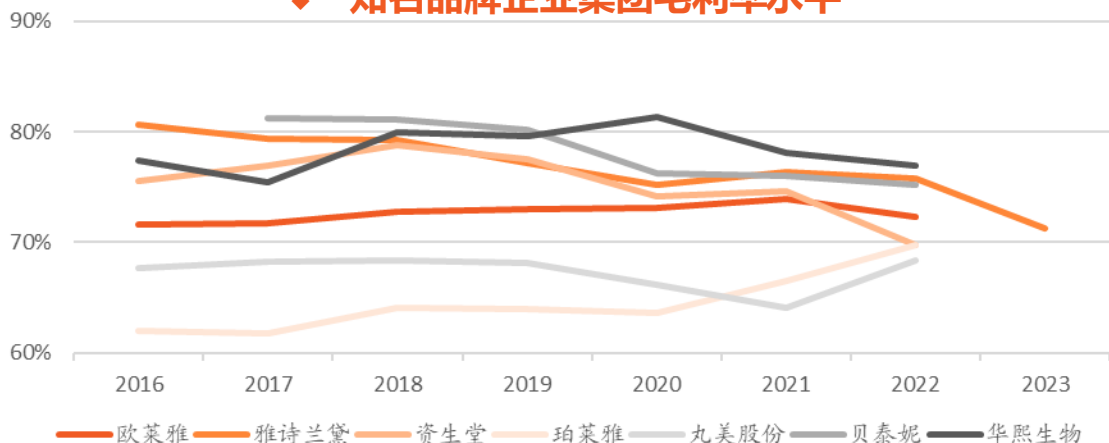
成本中基本为1:1

成分研发、独家成分等
配方研发（如何吸收、如何肤感好、如何有效等）
问题肌肤机理研究等
基因研究、靶点研究等

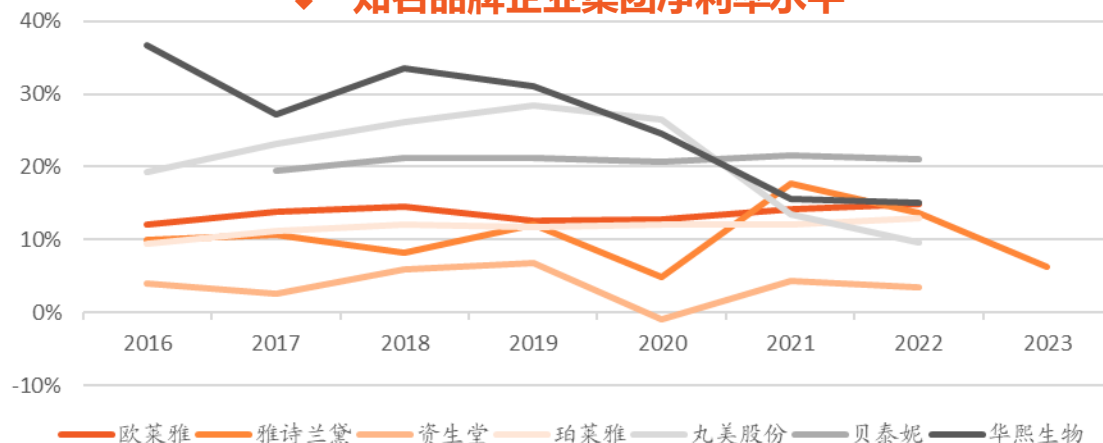
◆ 科蒂品牌请珠宝师设计香水包装

就科蒂所采取的策略而言，香水瓶的形状和包装开始变成极为重要的营销元素。当时的很多香水瓶子仍然保留了浓重的医用风格，当然也出现了不少吸引人眼球的品牌标识。科蒂雇了当时著名的珠宝师勒内·拉利克为他旗下的新产品设计新包装。1909年，他们推出了全新的“蜻蜓式”长颈细瓶式设计。科蒂自己曾经说过，一瓶香水“不仅要吸引人们的嗅觉，同样也应该吸引人们的眼光。”这种对于包装本身是否能够体现出优雅和设计感的追求已经成为香水营销策略中一个至关重要的核心组成部分。其结果是香水瓶子本身的代价开始远远超出瓶内所包含的液体的代价。当时的科蒂不断吸取行业

◆ 知名品牌企业集团毛利率水平



◆ 知名品牌企业集团净利率水平

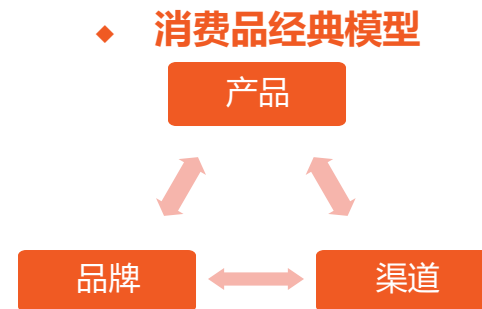


1.1 产品、品牌、渠道，谁更重要？

■ 渠道及运营（中短期价值）：顾客在哪

- ✓ 国内渠道变化迅速，过去近20年的时间内渠道更迭：传统线下CS、百货渠道→淘系电商→小红书、微信→抖音、快手、垂直类平台等。美妆行业毛利率高、销售费用率高、个体化差异较大且习惯迁移相对容易，原有渠道开始拥挤时新的造浪者开发新流量池，逐浪者涌入推高流量成本，如此循环往复。移动互联网加速填平流量洼地。
- ✓ 流量几乎必然迁移，渠道响应和营销能力要求高。各渠道中表现最优者创造了自己的品牌：线下传统品牌、淘品牌、微信品牌、小红书品牌、超头品牌和抖品牌等，但能够响应渠道变化、自身不断更新的品牌才成常青树。
- ✓ 品牌力强的大企业/集团可以在一定程度上对抗渠道快速变化，但也最终需要拥抱新渠道。

- 综上，基于产品功效的可感知性，国内渠道的快速变化，我们认为【产品、品牌、渠道】的消费品经典框架中，在国内美妆行业【产品合格+渠道运营】更为重要，被看见才能被选择进而被长期选择。

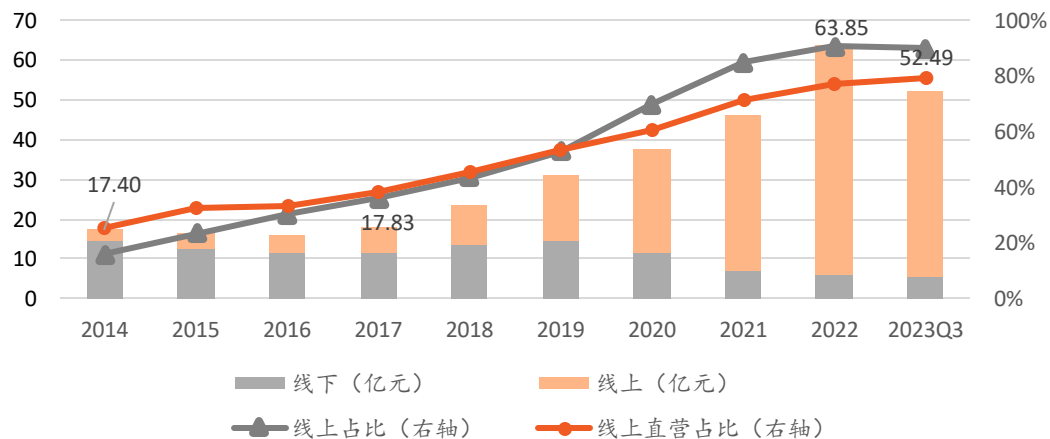


1.2 珀莱雅是怎么做的

■ 持续保持创业状态，勇于变革，精细化运营，持续迭代研发

- ✓ 从经销商转型做品牌的早期即开始自建工厂（2004年珀莱雅一期生产基地投产），为**供应链快速响应和品控**打好基础。
- ✓ **核心人物对新鲜事物有强烈兴趣且持续深耕一线，快速响应变化、迭代打法。**公司不断充实研发团队，优化组织和部门协调，做好激励。
- ✓ 通过与产业链各环节沟通探究消费者特别是年轻群体各维度需求，同时品牌下设不同产品线，高频次收取用户反馈，用户标签有效细化，持续迭代产品满足消费者不断提高的阈值。2020年初公司在前一年爆品泡泡面膜（仿者众多）基础上开始推出生命周期更长的大单品，并持续深化大单品策略。根据公司公开交流，2023H1大单品销售额合计占天猫平台的75%+，我们判断**大单品系列销售额合计占珀莱雅品牌的50%左右**，大单品也成为驱动公司业绩成长的核心引擎。**现有产品线加以扩张和成长，可支撑公司体量更上新台阶。**
- ✓ 2017年上市后公司持续洞察年轻人观念，开始形成**“趁年轻，去发现”**的品牌精神（此前slogan为“海洋珀莱雅”）；同时公司聚焦社会热点话题，持续输出微电影，更高频地与消费者产生情感共鸣，加强品牌与消费者链接。随着珀莱雅品牌升级，珀莱雅线下形态也从发展早期CS小店进阶到上海来福士、南京德基广场快闪店。

◆ 珀莱雅渠道结构



◆ 珀莱雅2023.10上海来福士快



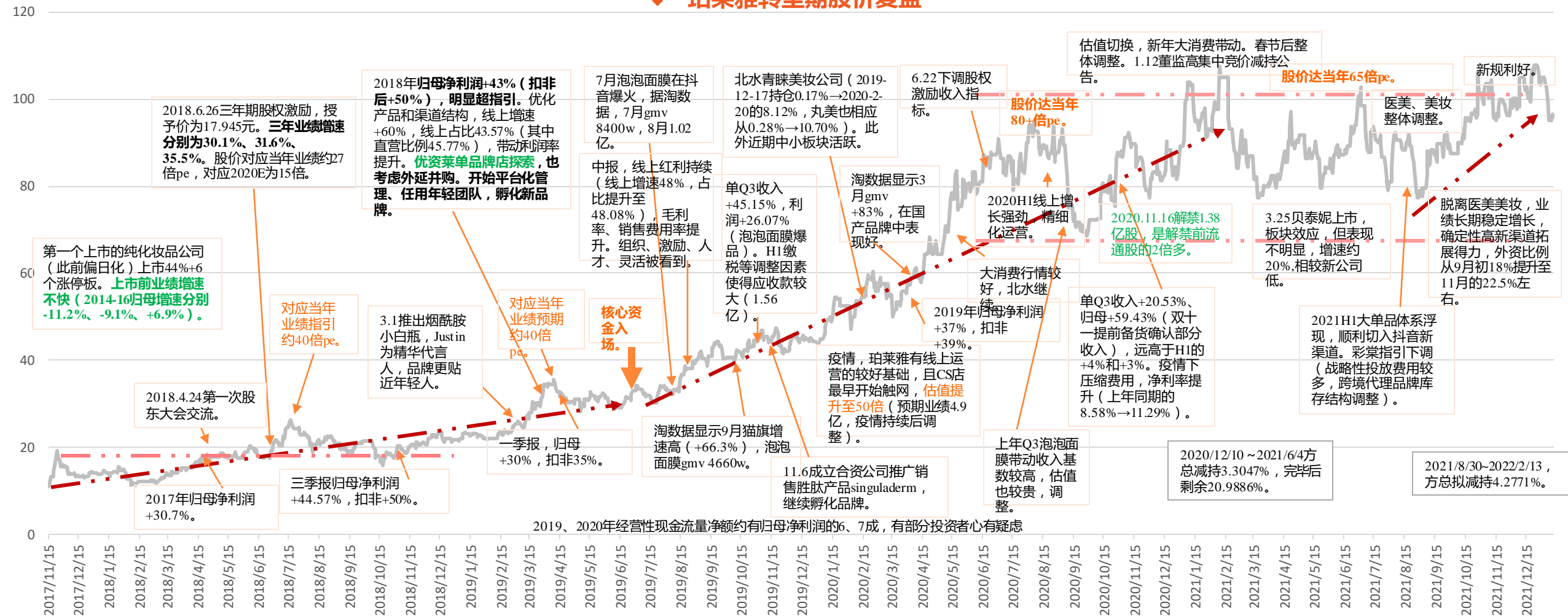
◆ 珀莱雅2023.8南京德基广场快



1.2 珀莱雅股价复盘（核心变化阶段）

- 上市-2021年中公司经历的转型(2018-2020年公司股价分别上涨53.45%，99.80%和102.16%)
- ✓ toB→toC，线上比例提升。(2014年线上占比15.67%，线上直营占比25%；2020年线上占比70%，线上直营占比60.6%)
- ✓ 品牌营销与精细化运营、研发能力提升。

◆ 珀莱雅转型期股价复盘



资料来源：珀莱雅公告，珀莱雅官方微信号、视频号等，平安证券研究所

1.2 珀莱雅股价复盘（核心变化阶段）续

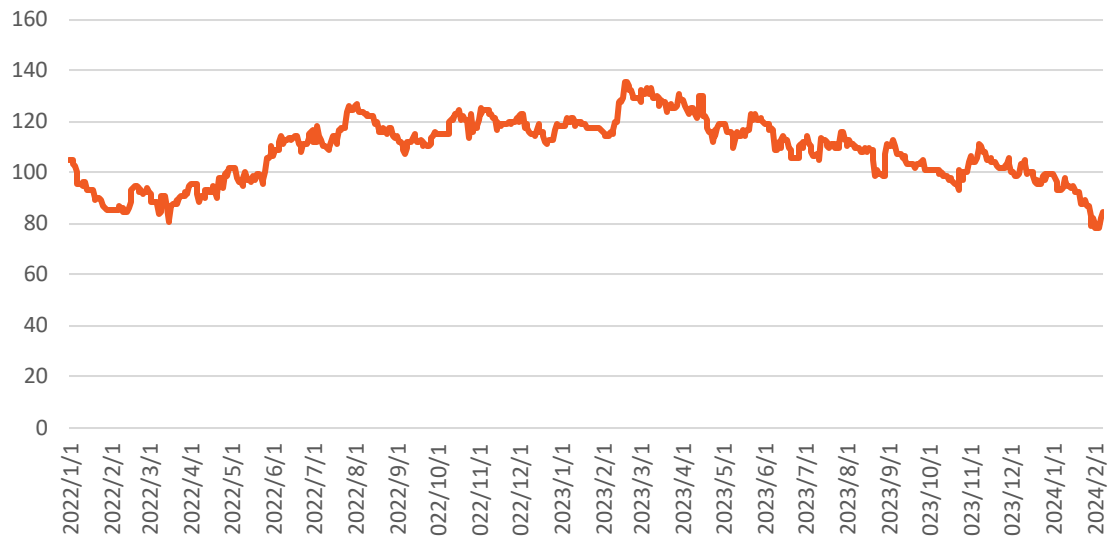
■ 2022-今

- ✓ 继续深化大单品策略。
- ✓ 大单品线下快闪店为后续进入高端商场百货、迭代线下奠定基础。

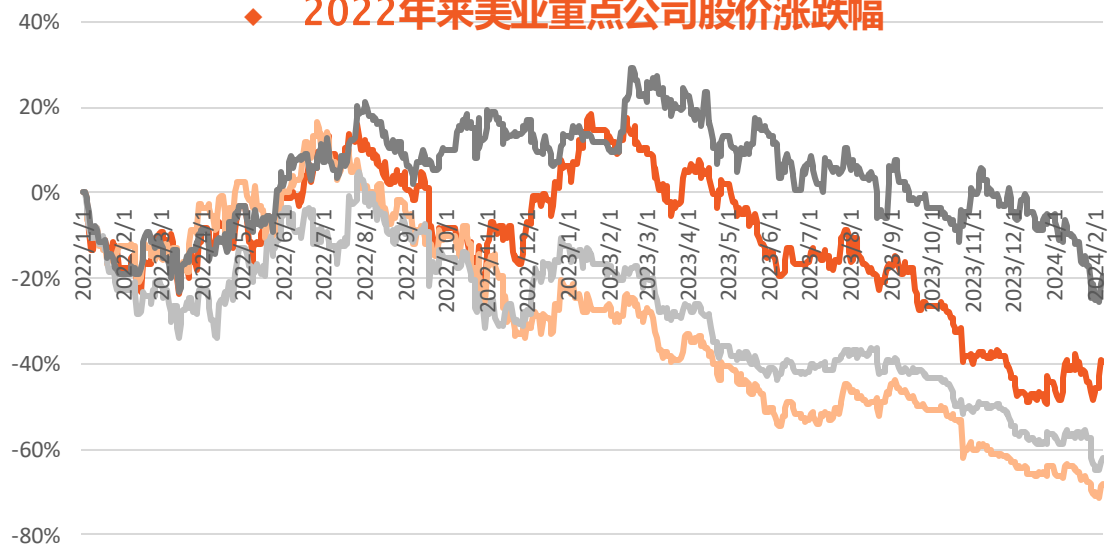
◆ 珀莱雅大单品系列



◆ 珀莱雅2022年来股价表现/元



◆ 2022年来美业重点公司股价涨跌幅



资料来源：珀莱雅天猫旗舰店，wind，平安证券研究所 注：股价及涨跌幅数据更新至20240207

— 爱美客 — 贝泰妮 — 华熙生物 — 珀莱雅

1.3 欧莱雅、雅诗兰黛经典营销案例

■ 欧莱雅诸多知名营销案例

- ✓ 1921年宣传染发剂时一位清纯靓丽的女孩扭头，一头金黄色秀发开始飘舞。
- ✓ 1931年在一栋建筑物上挂布介绍洗发液产品。
- ✓ 1932年开始有广告歌。
- ✓ 1953年欧仁·舒莱尔获得“奥斯卡广告奖”。面对品牌发展，他曾说过这样的一句话：**欧莱雅的成功是广告的成功，我相信广告的威力。**
- ✓ 1954年，Dop洗发水“清洁儿童”路演。
- ✓ 1997年欧莱雅进入我国，通过巴黎欧莱雅的第一位中国代言人巩俐说出了那句“你值得拥有”（You're worth it）。

■ 雅诗兰黛也很擅长营销

- ✓ 1946年雅诗兰黛品牌创立之初雅诗兰黛夫人经常前往纽约的美容院提供美容服务。
- ✓ 1946年雅诗兰黛品牌入驻位于纽约第五大道的萨克斯百货，为庆祝品牌入驻，雅诗兰黛为购买产品的消费者赠送粉底，开启彩妆领域买正品、赠小样的先河。
- ✓ 1993年雅诗兰黛进入我国市场，在淮海中路开设两个专柜（雅诗兰黛和倩碧）。
- ✓ 2019年来邀请顶流男明星成为细分品类代言人，贴合新世代消费人群。

◆ 欧莱雅宣传染发剂



◆ 2021年巴黎欧莱雅品牌宣言“我值得拥有”诞生50周年



◆ 肖战 | 雅诗兰黛物料





CONTENT 目录

- ① 一、产品、品牌、渠道，谁更重要？

- ② 二、这一轮周期美妆公司经历了什么？

- ③ 三、未来变化：行业库存与渠道机会

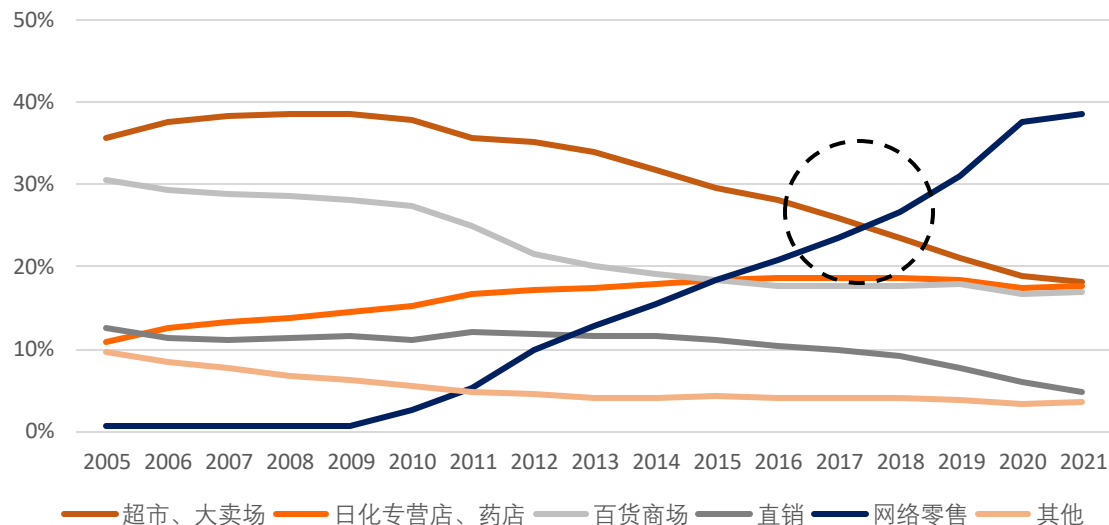
- ④ 四、投资建议及风险提示

2.1 过去一轮周期美妆总量数据

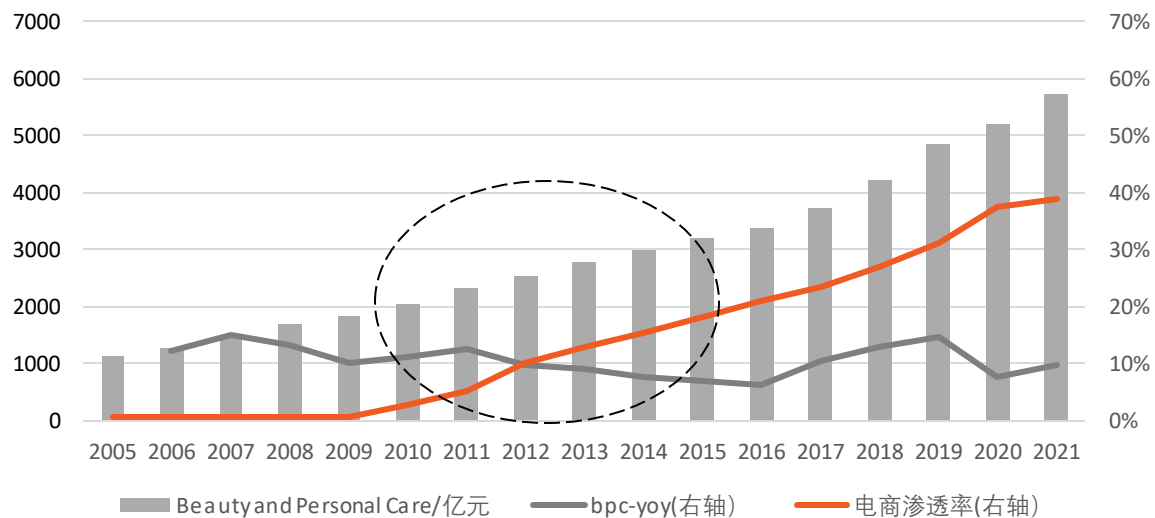
■ 2017-2022年美妆行业经历一轮周期

- ✓ 2017年起诸多因素叠加使得美妆个护增速摆脱2011-2016年期间的增速下行期、开始拐头向上，线上化、高端化是这一轮美妆个护行业增长的核心驱动力。
- ✓ 2020-2022年间线上大促加码，消费者端积累社会库存。

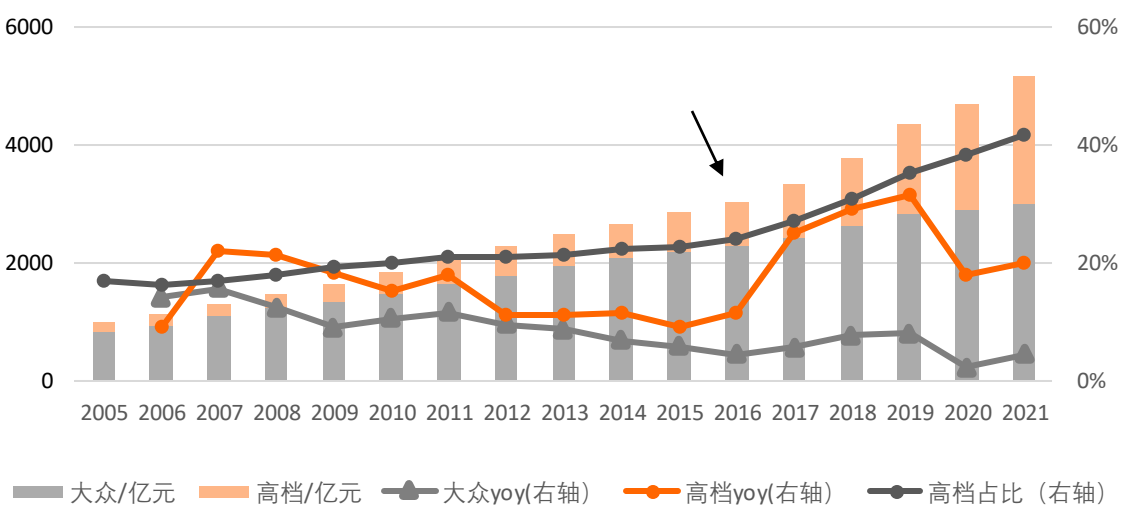
◆ 美妆各渠道占比及变化



◆ 美妆个护总体规模及增速、线上比例



◆ 高档与大众美妆规模及增速



2.2 2017-2020年间多因素一起推高国货美妆走向高潮

■ 2017年行业恢复双位数以上增长

✓ 收入提高带来增量购买力

棚改为三四线城市居民带来较大收入增量：

2017年全国棚改货币化安置比例达60%。据新华社2020年10月报道，2016年以来国家发展改革委、财政部安排下达各类棚户区改造中央补助资金约8000亿元。这些资金为可选新兴消费市场注入新增活力，美妆为其中之一。

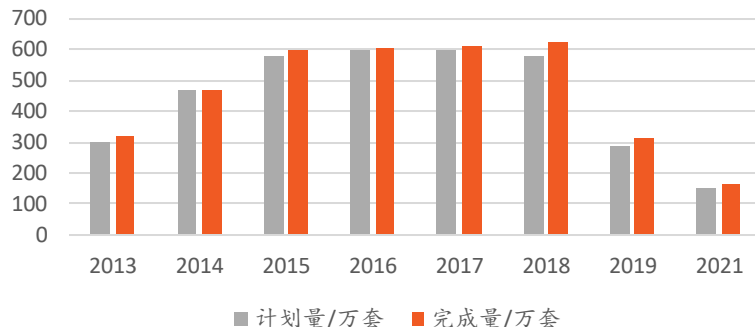
✓ 电商基础设施完善

线上购物基础设施和物流环节完善、平台愈加规范，消费者与品牌彼此更易触达，且化妆品为非即时性需求，线上标品交易效率更高更便捷。

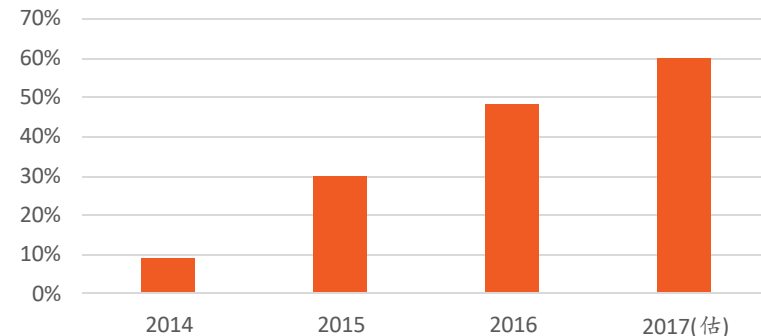
✓ 税率调整→化妆品降价，进口化妆品受益最大

2015年起我国多次调整进口/本土化妆品相关的关税、消费税、增值税税率（及行邮税、跨境电商综合税税率），其中2016年10月消费税率（流转税中的价内税）下调幅度大而影响最大——普通化妆品50%以上、高档化妆品30%以上的实际税率下降。国际高端品牌大范围降价，行业增速就此提高。

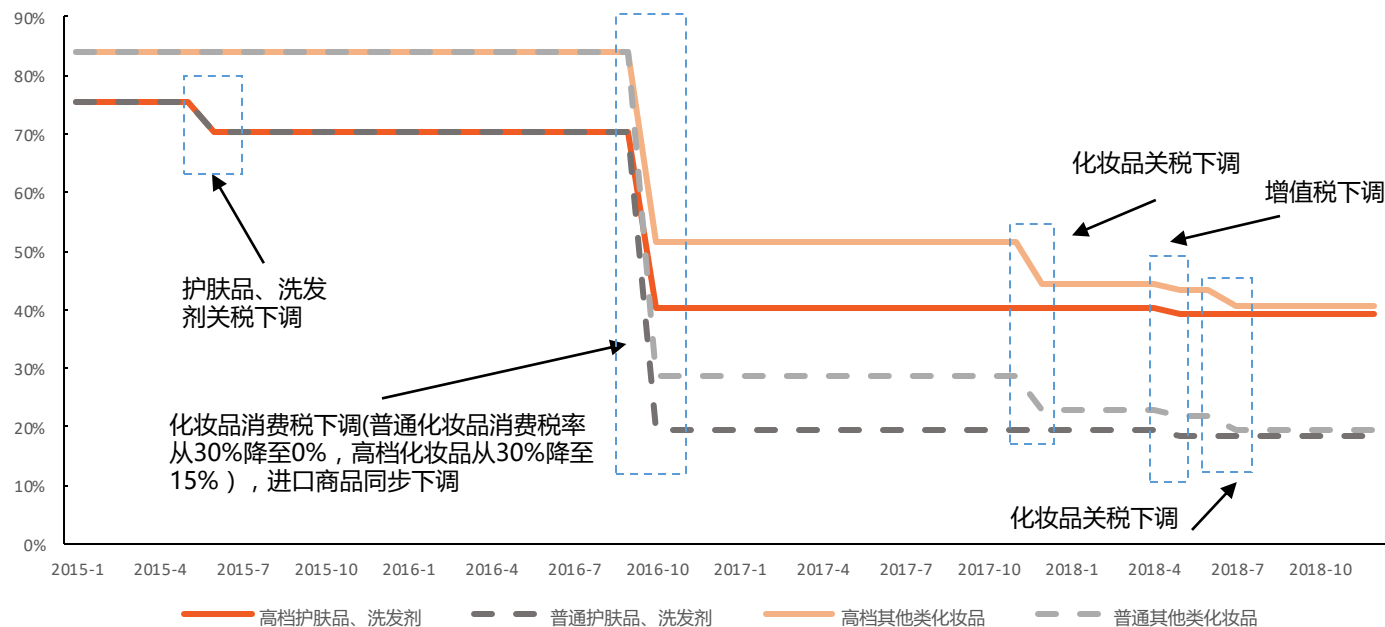
◆ 历年棚改完成规模



◆ 棚改货币化安置比率



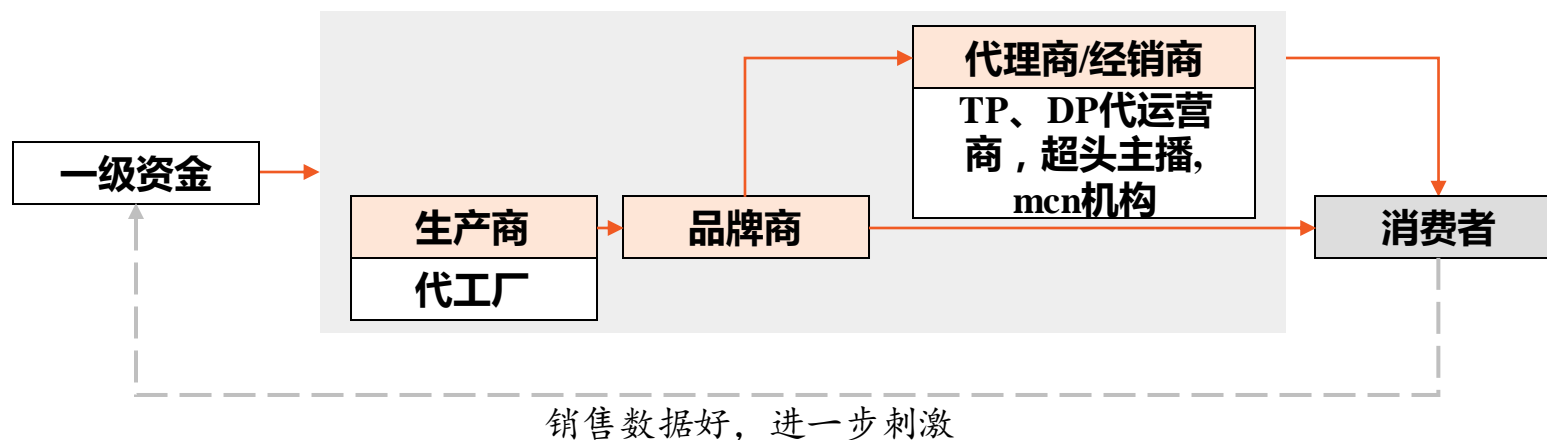
◆ 税率调整对各类化妆品进口化妆品综合税率影响



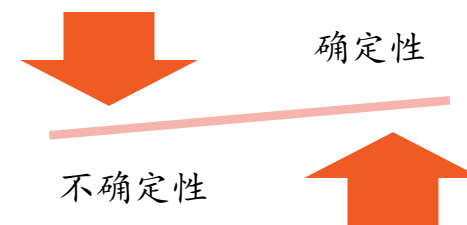
2.2 好时代下品牌有速成公式，对新品牌友好

- 2019-2021年新品牌百花齐放（完美日记、花西子、橘朵、colorkey、blank me等等）
- ✓ 年轻一代对国货好感倍增。
- ✓ 此时美妆行业“长板理论”发挥作用：在美妆行业的较为精细化的分工下，生产有代工（OEM、ODM甚至OBM）、营销有如超头主播及各种中腰部主播等助力、甚至可以交与TP（Tmall Partner）DP（Douyin Partner）等代为运营，行业参与者的短板在很大程度上影响不大，可以凭借一技之长或两技之长突围。借助精细化、专业化分工，化妆品行业玩家在过去几年摸索出一套相对确定的速成公式。
- ✓ “新品（牌）友好”、“易攻难守”，伴随部分鱼龙混杂的产品，消费者辨别难度高。

◆ 2019-2021年间品牌可获得较多外部支持



◆ 确定性较高，不确定性带来弹性



2.3 2021年起新的生态体系下，鼓励健康发展，龙头受益

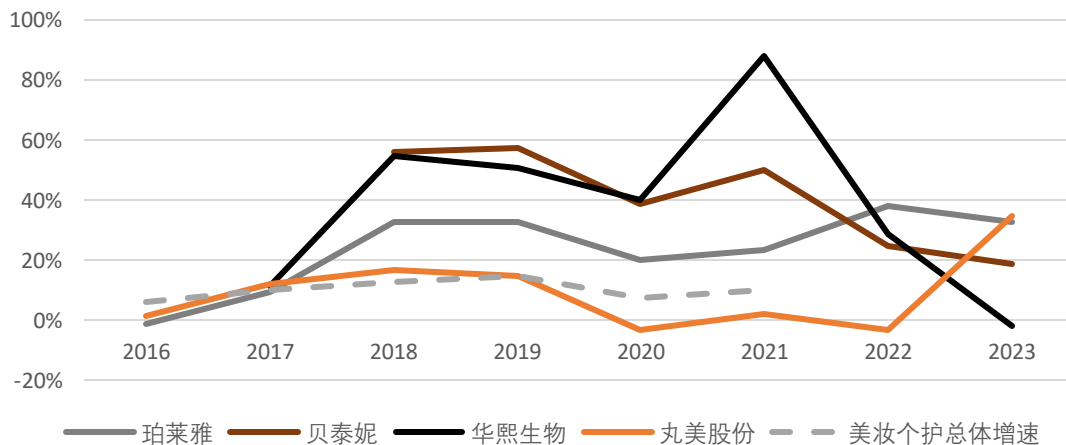
■ 2021年起监管与疫情变化带来诸多不确定性

- ✓ 《化妆品功效宣称评价规范》要求产品方提供对应功效宣称的依据，功效验证结果不确定。
- ✓ 流量算法变化且内卷加剧，不确定能否精准触达用户。
- ✓ 国家规范直播行业发展，新兴品牌打爆品思路不确定。
- ✓ 经济和收入预期不确定，消费者的心态变化。
- ✓ 投资不确定导致一级资金输血谨慎。

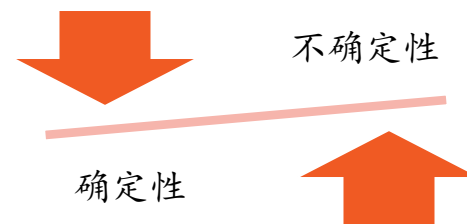
■ 美妆行业开始“短板理论”阶段，龙头受益

- ✓ 新兴品牌借以高速增长的外部杠杆逐渐被规范，品牌自身短板成为限制长远发展的关键因素，行业进入“易守难攻”、**优质产品/大单品生命力更加持久、新品推出和占据市场需要更长时间的慢时代。**
- ✓ 预计严监管环境下生产环节市场份额也将持续集中。

◆ 上市龙头增速普遍超行业增长



◆ 确定性下降，减少不确定性



2.3.1 化妆品监管体系

- 2021-1-1 《化妆品监督管理条例》正式实施，此后化妆品注册备案管理办法等一系列涉及化妆品新原料注册备案、功效验证、生产经营、注册备案等的部门规章、规范性文件陆续跟进，监管体系逐步完善。
- 此前我国《化妆品卫生监督条例》于1989年11月13日发布，1990年1月1日起施行，已运行30年之久。旧条例意在“加强化妆品的卫生监督，保证化妆品的卫生质量和使用安全，保障消费者健康”；而新条例更加侧重于“规范化妆品生产经营活动，加强化妆品监督管理，保证化妆品质量安全，保障消费者健康，促进化妆品产业健康发展”。

◆ 化妆品卫生监督条例

化妆品卫生监督条例

播报 编辑 讨论 上传视频

1989年卫生部发布的条例

本词条由国家药品监督管理局组织审核。

《化妆品卫生监督条例》是为加强化妆品的卫生监督，保证化妆品的卫生质量和使用安全，保障消费者健康制定。1989年9月26日经国务院批准。由卫生部于1989年11月13日发布，自1990年1月1日起施行。

2021年1月1日起，《化妆品监督管理条例》施行。《化妆品卫生监督条例》同时废止。^[1]

资料来源：nmpa，百度词条，平安证券研究所

◆ 化妆品监督管理体系

行政法规	化妆品监督管理条例（2021-1-1）			
部门规章	化妆品注册备案管理办法（2021-5-1）	化妆品生产经营监督管理办法（2022-1-1）	化妆品标签管 理办法 （2022-5-1	牙膏监督管理办法（2020-11-13征求意见，2023-3-16发布，2023-12-1起实施）
规范性文件	化妆品新原料注册备案资料管理规定（2021-5-1）	《化妆品生产质量管理规范》（2022-1-7正式发布，7月1日起实施）		牙膏备案资料规范（征求）（2021-1-5）
	化妆品注册备案资料管理规定（2021-5-1）	化妆品抽样检验管理规范（2020-9-27征求意见，2023-1-12发布，2023-3-1起实施）		
	化妆品分类规则和分类目录（2021-5-1）	化妆品不良反应监测管理办法（2020-9-27征求意见，2021-9-29再次征求意见，2022年2月21日发布，2022年10月1日起实施）		
	化妆品功效宣称评价规范（2021-5-1）	化妆品境外检查管理规范（征求）（2019-11-22）		
	化妆品安全评估技术导则（2021-5-1）	化妆品补充检验方法管理办法（征求）（2020-11-10）		
	已使用化妆品原料目录（2021-5-1）			
	化妆品禁用原料目录更新（2021-5-28）			
	化妆品禁用植（动）物原料目录（2021-5-28）			
	儿童化妆品监督管理规定（除标签要求外其他自2022-1-1起施行）			
	新增防脱发、美白祛斑功效评价方法（2021-5-1）			
	化妆品注册备案资料提交技术指南（试行）			

注：该颜色表示文件已修订，以颜色表示征求意见

2.3.1 化妆品经营相关法律法规

- **线上营销及运营相关法规**（不完全列示）：2019年1月1日开始实施的电商法，2021年4月29日修订的《广告法》，2021年5月1日实施的《网络交易监督管理办法》，2021年5月25日实施的《网络直播营销管理办法》（试行）等。

◆ 美妆经营相关法律法规

生效日期	相关法规
2011/1/8	互联网信息服务管理办法（国务院令588号）（2011年修订）
2014/3/15	中华人民共和国消费者权益保护法（中华人民共和国主席令第7号）（2013年修订）
2017/6/1	中华人民共和国网络安全法（中华人民共和国主席令第53号）
2019/1/1	中华人民共和国电子商务法（中华人民共和国主席令第7号）
2019/4/23	中华人民共和国反不正当竞争法（中华人民共和国主席令第29号）
2021/4/29	中华人民共和国广告法（中华人民共和国主席令第16号）（2021年修订）
2021/5/1	网络交易监督管理办法（国家市场监督管理总局令37号）
2021/5/25	网络直播营销管理办法（试行）
2021/9/1	中华人民共和国数据安全法（中华人民共和国主席令第84号）

◆ 化妆品电商经营监管重点法条

	化妆品电商经营监管重点
化妆品监督管理条例	第四十一条， 电子商务平台经营者应当对平台内化妆品经营者进行实名登记，承担平台内化妆品经营者管理责任。 第四十三条， 化妆品广告的内容应当真实、合法。化妆品广告不得明示或者暗示产品具有医疗作用，不得含有虚假或者引人误解的内容，不得欺骗、误导消费者。
广告法	不得使用虚构、夸张及绝对化的语言，不得使用医疗专业术语以及不得令消费者产生误解等。 第八条， 广告中对商品的性能、功能、产地、用途、质量、成分、价格、生产者、有效期限、允诺等或者对服务的内容、提供者、形式、质量、价格、允诺等有表示的，应当准确、清楚、明白。 第九条， 广告不得使用“国家级”、“最高级”、“最佳”等用语等 第十六条， 医疗、药品、医疗器械广告不得表示功效、安全性的断言或者保证，不得与其他药品、医疗器械的功效和安全性或者其他医疗机构比较；不得利用广告代言人作推荐、证明等。 第十九条， 广播电台、电视台、报刊音像出版单位、互联网信息服务提供者不得以介绍健康、养生知识等形式变相发布医疗、药品、医疗器械、保健食品广告。
网络直播营销管理办法（试行）	第四十六条， 发布医疗、药品、医疗器械、农药、兽药和保健食品广告，以及法律、行政法规规定应当进行审查的其他广告，应当在发布前由有关部门（以下称广告审查机关）对广告内容进行审查；未经审查，不得发布。 第六条， 直播营销平台应当配备与服务规模相适应的直播内容管理专业人员，具备维护互联网直播内容安全的技术能力，技术方案应符合国家相关标准。 第九条， 直播营销平台应当加强网络直播营销信息内容管理，开展信息发布审核和实时巡查，发现违法和不良信息，应当立即采取处置措施，保存有关记录，并向有关主管部门报告。 第十四条， 直播营销平台应当对违反法律法规和服务协议的直播间运营者账号，视情采取警示提醒、限制功能、暂停发布、注销账号、禁止重新注册等处置措施，保存记录并向有关主管部门报告。 第十六条， 直播营销平台应当提示直播间运营者依法办理市场主体登记或税务登记，如实申报收入，依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。直播营销平台及直播营销人员服务机构应当依法履行代扣代缴义务。 第十八条， 直播间运营者、直播营销人员从事网络直播营销活动，应当遵守法律法规和国家有关规定，遵循社会公序良俗，真实、准确、全面地发布商品或服务信息，不得有相关的禁止行为（发布虚假或者引人误解的信息，欺骗、误导用户；营销假冒伪劣、侵犯知识产权或不符合保障人身、财产安全要求的商品；虚构或者篡改交易、关注度、浏览量、点赞量等数据流量造假等）

2.3.2 营销&运营

■ 2021年起直播领域状态

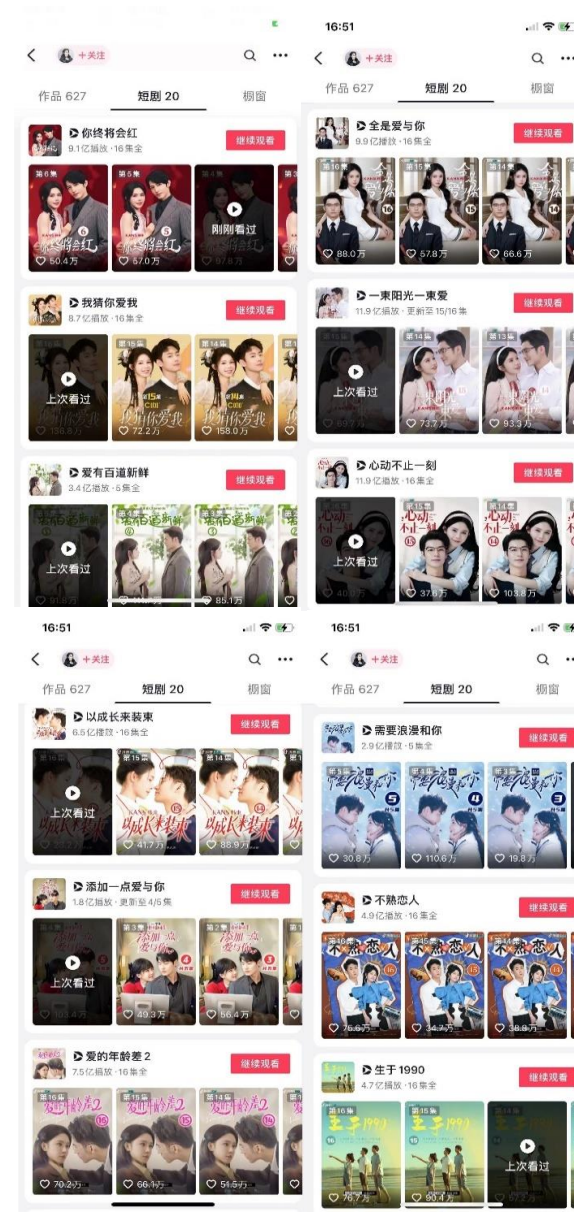
✓ 疫情→线上化明显、直播超高速发展→高热度、行业内卷→2021年底主播税收监管。

✓ 超头主播、中腰部主播、自播：

- **超头主播**集聚巨大流量，难以复制和培养，具有双边规模效应，以【低价符号&一定程度的品质背书】吸引消费者。品牌投放扣点率高、利润率较低，更适合新品牌或者品牌推新品。
- **中腰部主播**话语权相对较弱，部分为细分专业主播，投放与品牌契合的中腰部主播可获得较好的ROI。
- **自播**培养周期长，对品牌要求较高。1) 自播培养往往从素人开始，自带流量少；2) 单独场次自播较难积累用户、形成粘性，早期投入可能会被“沉默”；3) 若错失平台发展直播业务的时间窗口——流量扶持、规则摸索，后续竞争激烈；4) 单一公司/品牌旗下经典sku数量有限，难以支撑长达几小时的高频自播甚至“日不落”（24h）自播；5) 优秀自播团队跑通则容易成本高企，如何激励和稳固是必须面对的问题。

■ 2023年短剧流行，韩束为代表的品牌借助短剧获得不错表现，《FBeauty未来迹》公众号指出韩束在抖音平台的gmv突破30亿量级。

◆ 韩束品牌系列微短剧



2.3.3 生产与供应链

■ 2021年龙头代工厂扩张，2022年供应链受疫情影响，2023年受经济影响

✓ 基于认为疫情影响告一段落，生产端龙头如科丝美诗、诺斯贝尔、嘉亨家化、芭薇股份、科思股份、锦盛新材等纷纷扩产、招人。但上游大宗原材料涨价、后续终端需求爬坡缓慢，盈利状况不佳。

- 2021年10月29日**科丝美诗上海工厂单月月产量突破5000万支，创历史新高**。科丝美诗在中国区（上海+广州工厂）单月产量已接近7000万支。
- 青松股份2021H1业绩预告曾说明，旗下**诺斯贝尔**2021H1相关资产折旧摊销同比增加约1900万元。招工人数同比大幅上升，员工薪酬支出同比增长约7700万元。2021年下半年公司开始减少员工数量，2020-2022年公司员工数量分别为7904、6788、4912人（一方面优化化妆品业务生产工序，精简人员；另一方面原松节油业务剥离）。
- **芭薇股份**2022年1月完成定增募资1.045亿元，募集资金拟用于公司创新中心及产业基地项目建设（4500万元）、子公司的芭薇生物科研生产基地建设（1514万元），以及补充流动资金。2024年1月12日北交所上市委会议通过公司公开发行股票注册申请，募集资金1.30亿元，其中6095万元用于智能生产车间建设，4912万元用于研发中心建设，剩余2000万元用于补充流动资金。
- **锦盛新材**2021年年产4500万套化妆品包装容器新建项目按进度原在建工程验收转固（2023年中报显示该项目于2021年7月份开始陆续投产，产能利用率较低，其规模效应未充分发挥，固定成本较高，导致该项目效益未达预期）。募投项目中年产1500万套化妆品包装容器技改项目被终止（考虑“年产4500万套化妆品包装容器新建项目”投产后产能已经满足目前膏霜瓶、乳液瓶等护肤类产品的销售），2023年6月30日公司在建工程项目有1.31亿元，主要是年产6000万套化妆品包装容器建设项目仍在在建工程。

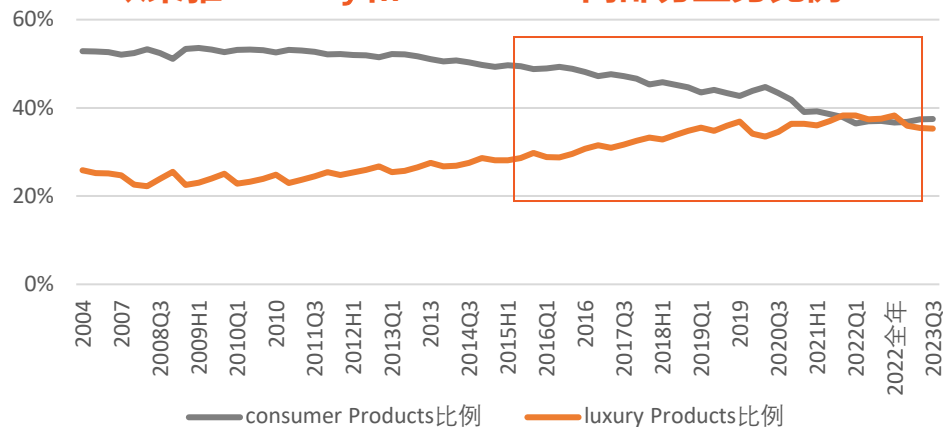
◆ 诺斯贝尔、芭薇、锦盛新材扩产情况/亿元

		2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/9/30
芭薇股份	固定资产	0.24	0.24	0.26	2.37	2.49	2.53
	在建工程	0.01	0.35	1.40	0.48	0.72	0.90
锦盛新材	固定资产(合计)	1.33	1.28	1.62	2.76	2.62	2.44
	在建工程(合计)		0.27	0.55	0.10	1.13	1.35
青松股份	固定资产		5.71	6.47	7.40	4.45	4.05
	在建工程		0.87	1.17	0.34	0.10	0.02

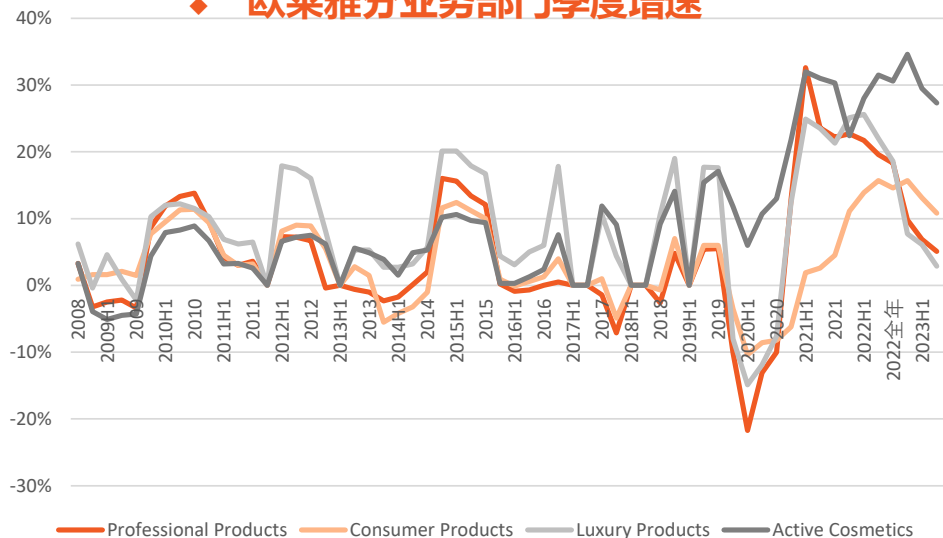
2.4 大众化妆品增速或开始超过高档表现，k型分化

- 2023年来中产受影响较大，高端市场增速开始回归，大众市场表现较好。
- 国内珀莱雅之类品牌承接部分从国际高端品牌迁移而来的中产需求；韩束等品牌承接部分低线城市升级需求。

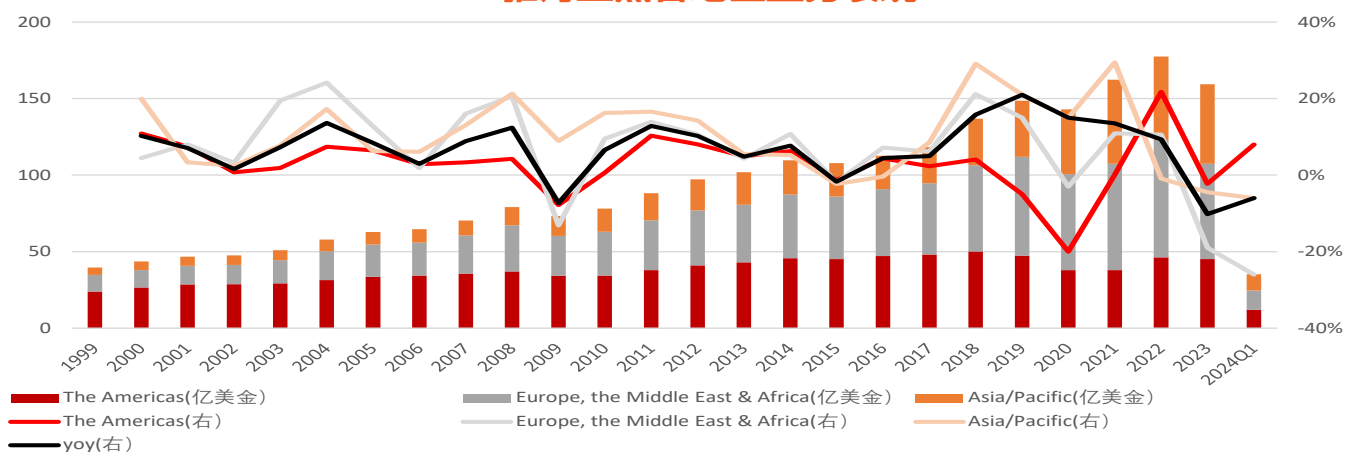
◆ 欧莱雅 luxury和consumer两部分业务比例



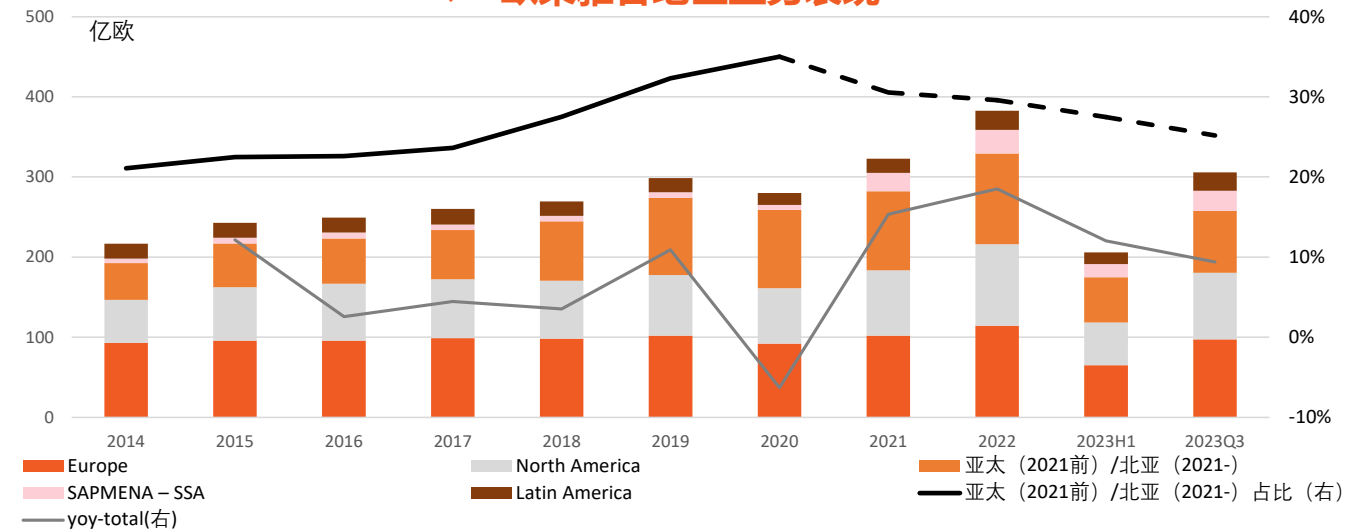
◆ 欧莱雅分业务部门季度增速



◆ 雅诗兰黛各地区业务表现



◆ 欧莱雅各地区业务表现





CONTENT 目录

- ① 一、产品、品牌、渠道，谁更重要？

- ② 二、这一轮周期美妆公司经历了什么？

- ③ 三、未来变化：行业库存与渠道机会

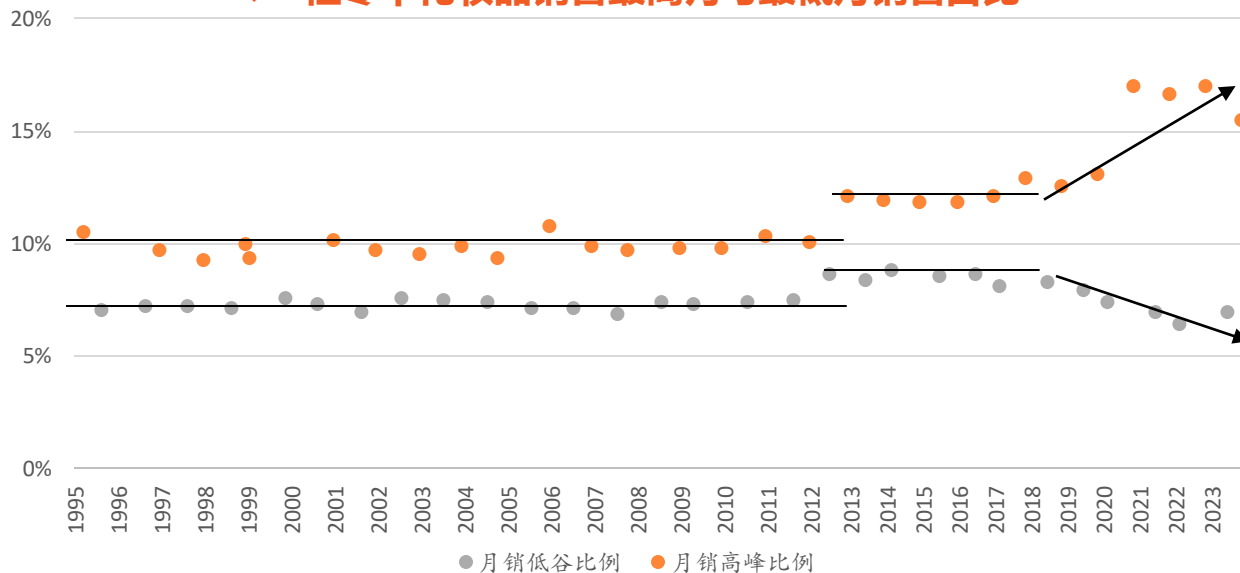
- ④ 四、投资建议及风险提示

3.1 消费者与社会库存

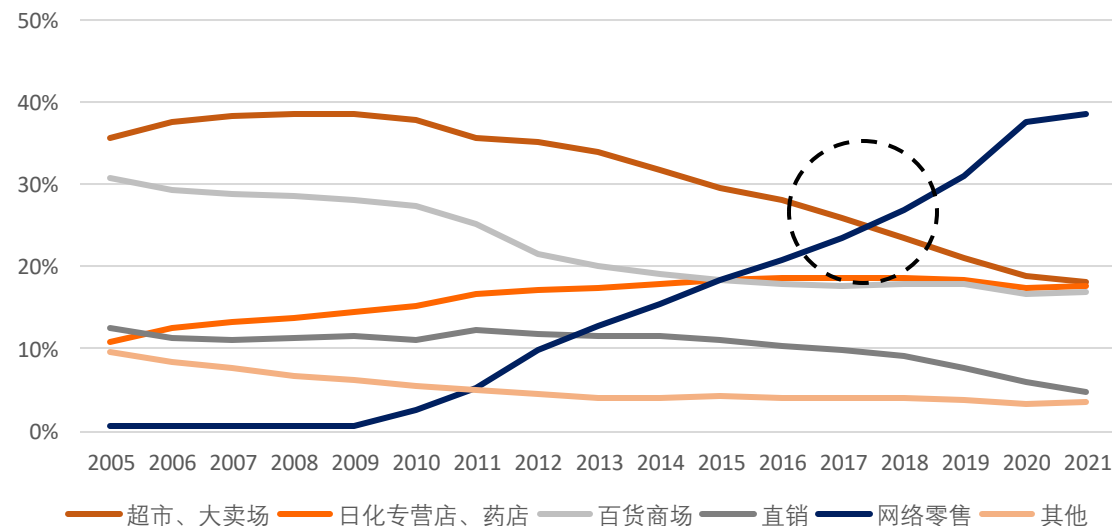
■ 线上化和大促机制带来周期性

- ✓ 美妆线下销售为主的阶段各渠道对比的价格透明度低、消费者对价格变化的敏感度也低，日常消费者随用随买，社零中化妆品销售在年底/年初出现小高潮，4、7月为低点。2012年前社零中化妆品月度销售低谷在全年占比约7%左右、高峰在10%附近；2012年社零数据口径调整（1、2月不再披露数据），且线上业务占比提升，低谷和高峰的比例分别变为8-9%和12%。
- ✓ 2018年电商成为化妆品销售第一大渠道，终端价格透明度明显提升；同时电商618、双11两次S级大促（间隔半年左右），与美妆产品消耗节奏（高价的、使用周期大约在3-6个月的精华、眼霜等）发生共振，大促时点消费者囤货（但通常一年内用掉，下次大促补货）。随着平台和品牌对大促的重视，部分品牌天猫旗舰店11月销售gmv甚至占全年一半左右。社零中化妆品月度销售的波峰波谷差距继续拉大，2021年11月（化妆品社零）占全年销售的16.74%，2022年继续上升至17%；2023年品牌开始克制，结构不均衡略有回归。

◆ 社零中化妆品销售最高月与最低月销售占比



◆ 美妆各渠道占比及变化



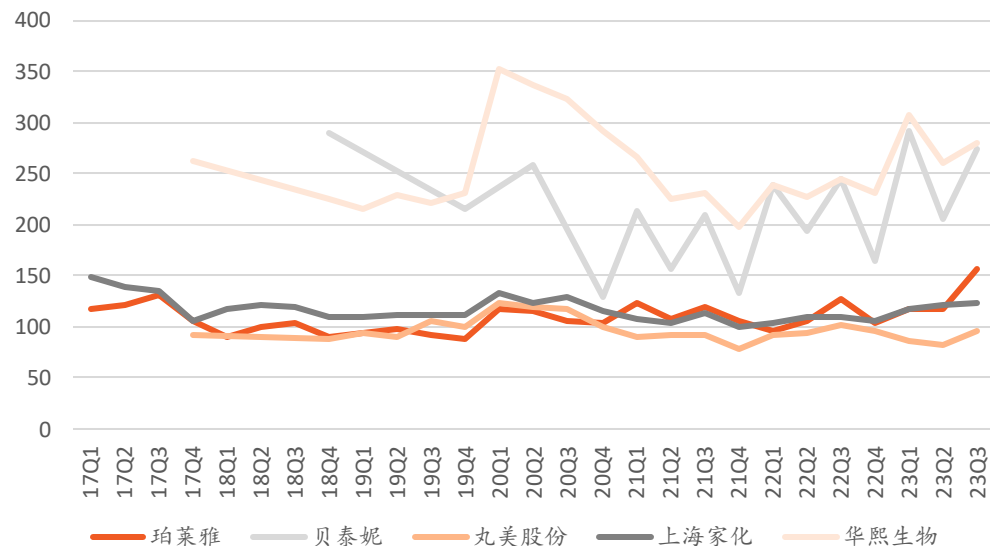
资料来源：欧睿国际，国家统计局，wind，平安证券研究所

3.1 消费者与社会库存

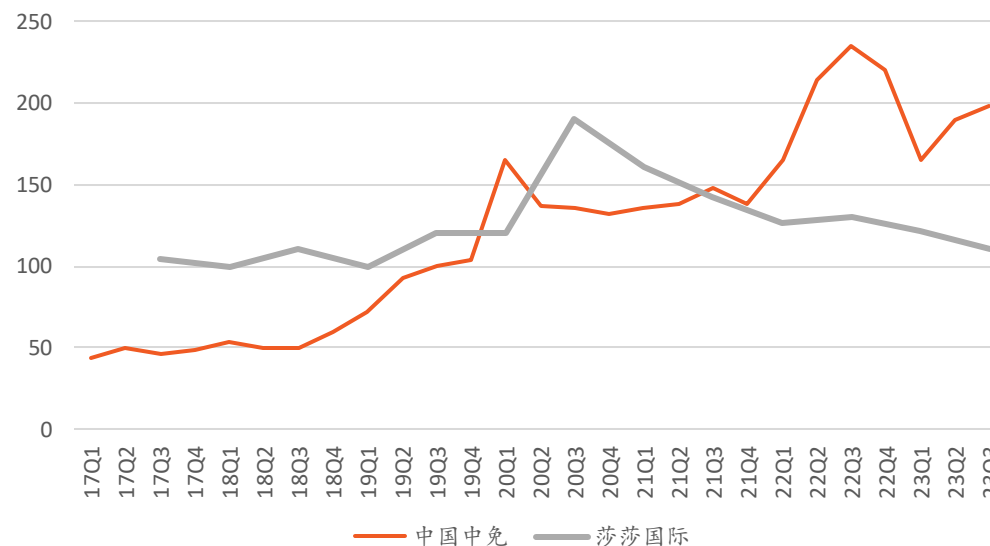
■ 不断大促，形成价格下降预期，社会库存高企，目前囤货效应减弱

- ✓ 过去3-4年各品牌线上大促期间争相降价（部分到标价的3、4折），等量买赠甚至送正装，消费者囤货增多，终端难以定量但产品本身有3年未开瓶保质期限限制。部分品牌也积累了渠道库存、公司自身库存（库存周转天数上升）。
- ✓ 2023年开始有部分品牌在大促期间逐渐理性和克制，经过一年多的调整（品牌促销策略有调整，消费者也在消化库存）后，我们建议关注2024年618消费者美妆消费意愿和品牌销售情况。

◆ 国内龙头品牌企业库存周转天数/天



◆ 国内渠道商库存周转天数/天



3.2 线上化趋势明确，同时线下渠道有一定发展意义

- **线上渠道**：对标品而言，线上运营效率更高（触达范围更广、不受经营面积和接待人手限制，精细化运营下人效更高），消费者在线上购买标准化妆品的习惯和趋势较难迅速切换至线下。微信视频号等新的线上渠道正在酝酿。
- **线下渠道**：过去三年美妆行业线上化率持续提升，行业透明度和内卷程度都提高，线上投放效果依赖精细化运营能力。如今线下业态有所恢复，线上线下投放的ROI有新的平衡。线下对于需要树立品牌形象、搭配服务的高端品类和需要及时、体验的品类更友好。



CONTENT 目录

- ① 一、产品、品牌、渠道，谁更重要？

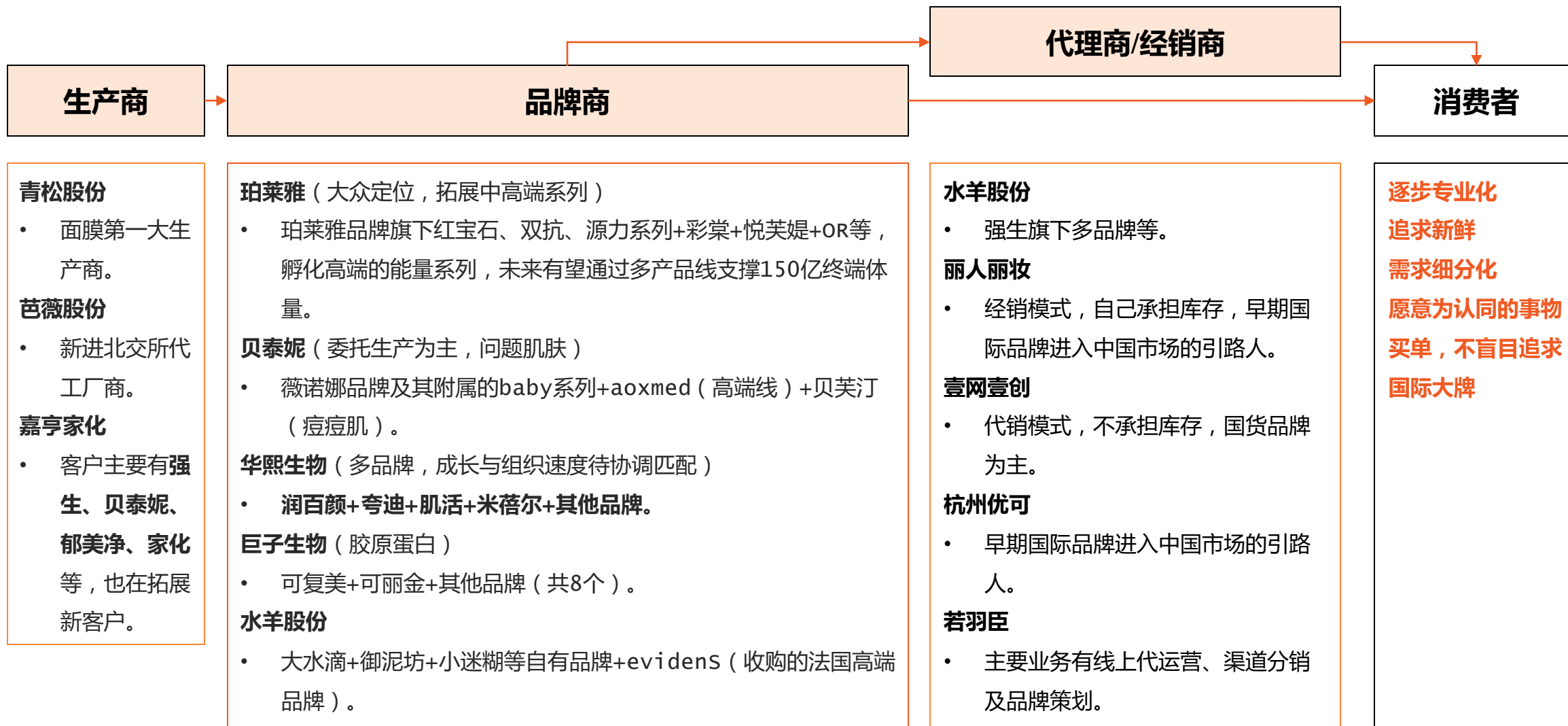
- ② 二、这一轮周期美妆公司经历了什么？

- ③ 三、未来变化：行业库存与渠道机会

- ④ 四、投资建议及风险提示

4.1 美妆产业链上核心公司

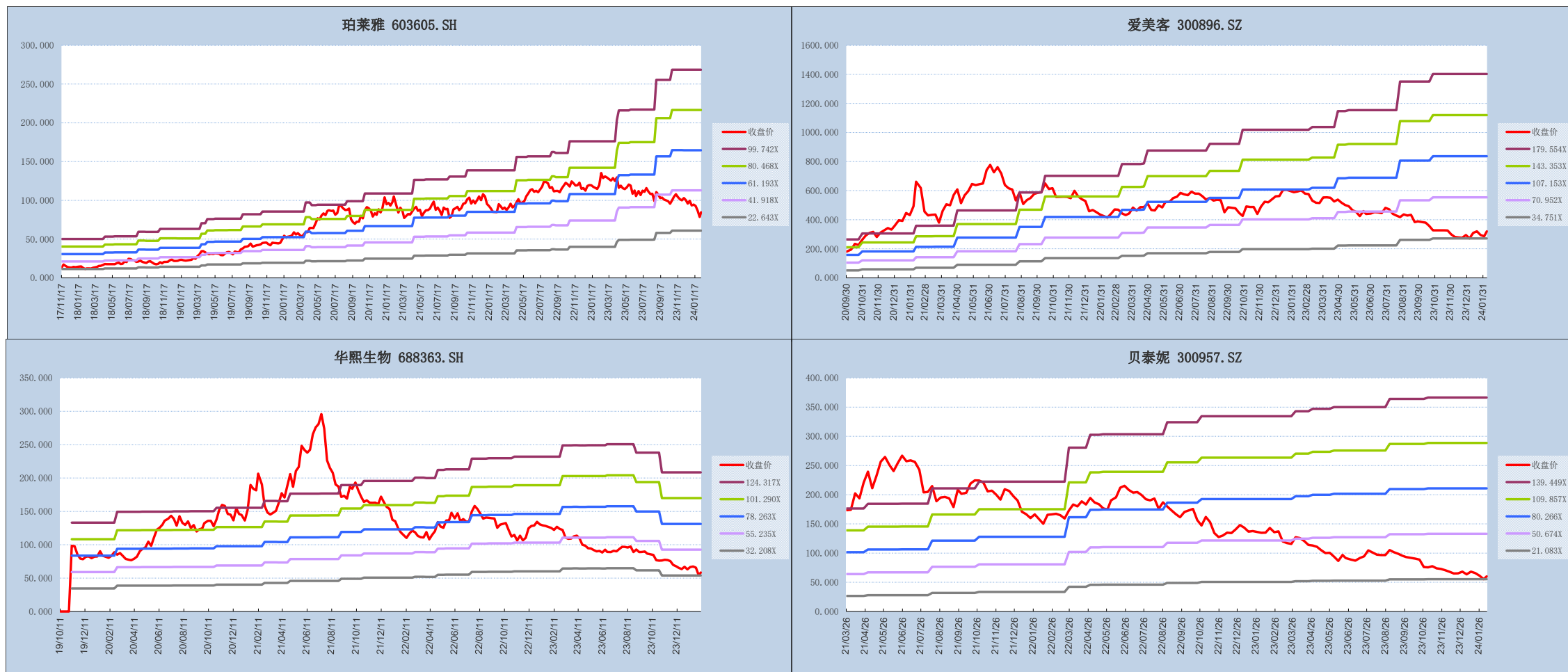
国内美妆产业链上主要公司



4.2 重点公司估值分位

- 目前估值分位并不算高（珀莱雅回到2019年水平），但是美妆上市公司第一次经历周期。
- 板块公司的股价在2021H1双击，2023年双杀。

◆ 国内龙头品牌估值情况

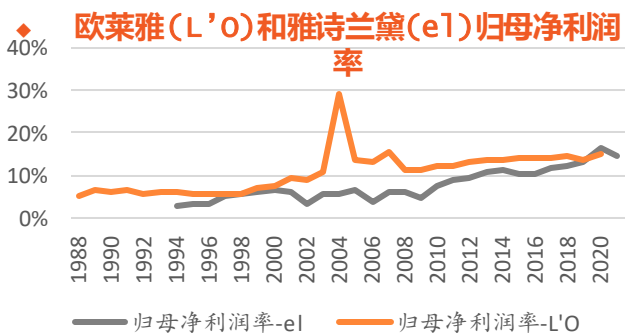


4.2 欧莱雅、雅诗兰黛股价、业绩与估值

■ 国际美妆集团经历过多轮周期，大浪淘沙下的欧莱雅、雅诗兰黛（几十年维度业绩cagr在10%左右）估值在宏观周期下也波动很大，**非极端情况在20-40倍静态PE，极端情形时10倍、80倍都出现过。**

✓ 2016-2022年欧莱雅营收复合增速为7.41%，归母净利润相应为10.67%；

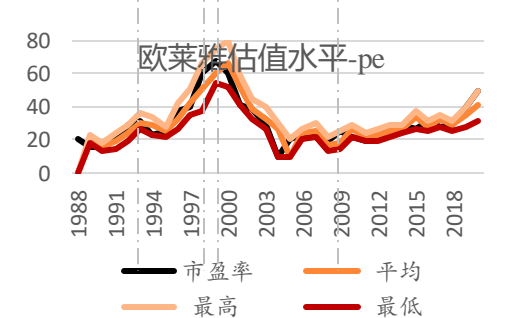
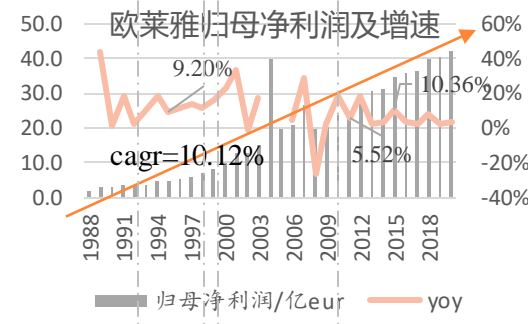
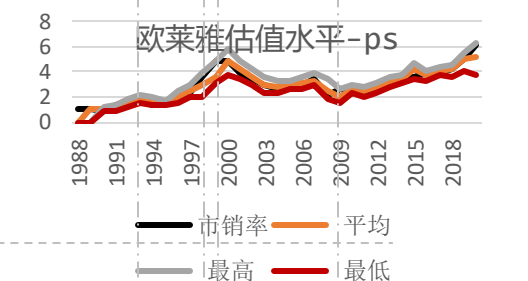
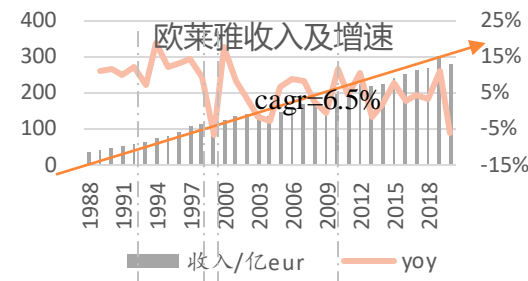
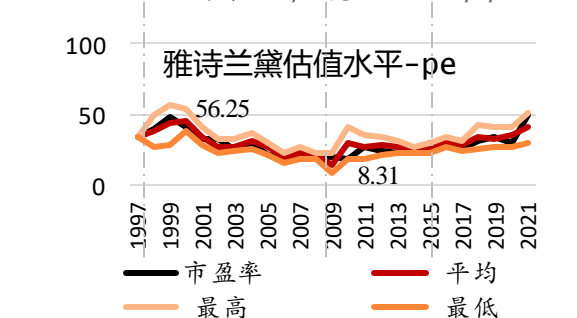
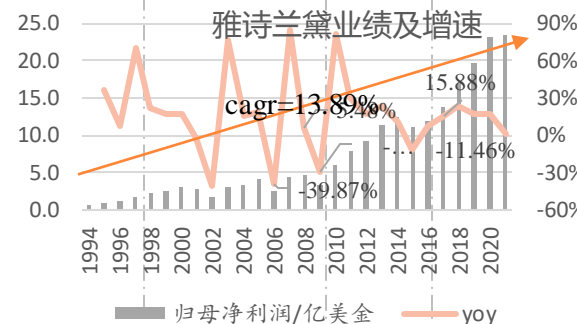
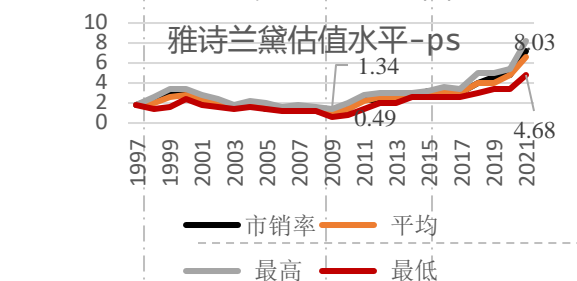
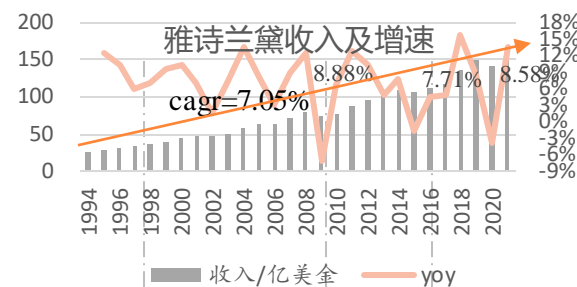
✓ 雅诗兰黛2017-2022年收入复合增速为5.07%，利润为相应-1.65%。（2017-2021年收入cagr为5.04%，业绩对应为+11.45%。）



◆ **欧莱雅、雅诗兰黛股价走势**



◆ **国际美妆巨头业绩与估值情况**



资料来源: wind, 彭博, 平安证券研究所

4.3 投资建议

- 看短期（2024）peg水平，板块内重点公司约在1倍左右peg水平（部分公司根据wind一致预期测算明显低于1倍peg水平，主要因该等公司业绩预期尚未调整）；部分港股公司低于1倍peg水平，处于历史低位。综合考虑行业历史估值及行业、公司中长期发展空间，建议关注：爱美客、珀莱雅、巨子生物、上美股份，润本股份、福瑞达、丸美股份、华熙、贝泰妮、美丽田园等。
- 相较白酒龙头的多轮周期经历、国内酒文化、竞争格局的相对稳固，美妆公司变数相对更多、更偏可选（宏观影响的后端），2023年部分品牌在大促中已显克制，关注2024年第一个大促即618销售情况。

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				g (2024vs2023)	P/E				peg pe(2024)/g(2024vs2023)
				2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E	
爱美客	300896.SZ	319.97	692	5.8	8.7	12.0	15.9	38%	54.8x	36.8x	26.7x	20.1x	0.7x
珀莱雅	603605.SH	84.56	336	2.9	2.8	3.6	4.4	26%	41.1x	30.0x	23.7x	19.2x	0.9x
华熙生物	688363.SH	58.38	281	2.0	1.8	2.2	2.7	24%	29.0x	32.8x	26.5x	21.6x	1.1x
贝泰妮	300957.SZ	60.18	255	2.5	3.1	3.9	4.8	26%	24.2x	19.7x	15.6x	12.5x	0.6x
华东医药	000963.SZ	31.63	555	1.4	1.7	2.0	2.4	21%	22.2x	18.9x	15.7x	13.0x	0.7x
华恒生物	688639.SH	121.00	191	3.0	2.8	4.0	5.4	41%	59.6x	43.1x	30.5x	22.4x	0.7x
五粮液	000858.SZ	133.87	5196	6.9	7.8	8.8	10.0	13%	19.5x	17.2x	15.2x	13.3x	1.1x
贵州茅台	600519.SH	1710.99	21493	49.9	58.9	70.0	81.6	19%	34.3x	29.0x	24.4x	21.0x	1.3x

4.4 风险提示

■ 宏观经济波动。

宏观经济对包括美妆在内的可选消费有一定影响，若经济环境波动则影响消费意愿，进而进一步影响美妆行业健康发展。

■ 产品安全、质量风险。

虽然消费者对美妆产品功效观测和实证较难，但若存在较为明显的产品质量不合格、产品安全问题或者使用感受不适，则会对品牌产生负面影响，同时影响品牌发展和产品销售。

■ 关键渠道拓展不及预期，品牌运营不力。

美妆行业渠道变化较大，每年有较多费用投入在销售费用层面，如未能把握关键/新兴渠道则影响品牌对消费者触达，甚至错失渠道红利和品牌继续成长的重要窗口期。同时美妆品牌也需要精细化运营以适应消费者变化的口味、拓宽市场，否则品牌有老化风险。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。