



化妆品与日化行业研究

买入（维持评级）
行业专题研究报告

证券研究报告

商贸零售组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

3.8 大促前瞻：美妆品牌商备战情况如何？

投资建议

- 受终端零售疲软以及行业自身红利减弱、个股业绩分化等影响，当前板块估值处于历史低位，展望后续多品牌多品类龙头有望持续胜出、细分红利/空白赛道公司/品牌持续成长。1-2月国货头部品牌线上表现亮眼，薇诺娜改善明显，韩束延续爆发式增长，珀莱雅、可复美高增，期待3.8大促延续靓丽表现。
- 推荐：1) 资金面向好，大单品矩阵持续发力、大促期间爆发力强望拉动Q1业绩超预期的集团化龙头**珀莱雅**；2) 重组胶原蛋白龙头**巨子生物**（可复美品牌势能持续释放，2款医美产品拿证上市按计划推进中）；3) 23年渠道/产品策略/组织架构调整显效，品牌势能向好，24年望延续向上的**水羊股份/上美股份等**；4) 近期边际改善明显，业绩拐点可期的**贝泰妮**（1-2月薇诺娜电商增速亮眼+特护霜2.0重磅升级+2.0迈入敏感肌plus时代，期待产品/组织结构逐步理顺后业绩与估值双提振）。

平台竞争：活动时间拉长，延续低价策略

- **活动节奏**：总活动时间较去年拉长，**天猫新推出抢先购&焕新周恢复跨店满减**。1) 天猫：延续去年未设置预售，新推出抢先购（可用官方立减、让利至高15%），恢复跨店满减（满300减40、相当于87折）、焕新周可用。2) 天猫、抖音、快手、京东、拼多多活动开始时间均较去年提前。
- **活动玩法**：**延续低价策略**。1) 天猫：推出官方立减（抢先购+焕新周）、跨店满减（焕新周）、红包玩法（天天红包、攒能量玩法、不定时加码猜数字等）；2) 抖音：推出官方立减、一件直降、低价爆款池等重点玩法，通过优惠补贴和折扣玩法，携手商家打造商品“好价格”；3) 快手：平台将投入亿级流量扶持，加码“大牌大补”、“万人团”、“主播争霸赛”等政策玩法，助力商家实现内容场和货架场的全域增长。

品牌竞争：新品聚焦抢占修敏&防晒心智，超头效益或将减弱

- **天猫超头取消预售，珀莱雅参与产品数量同比环比均提升，部分品牌参与热情下降**。1) 直播节奏：李佳琦（天猫超头主播）取消预售，今年美妆节定于3月4日，节奏与平台一致，晚8点直接开启现货销售。2) 参与此次李佳琦直播间3.4美妆节的国货品牌（上市公司旗下）包括：珀莱雅（珀莱雅&彩棠&OR）、贝泰妮（薇诺娜）、巨子生物（可复美&可丽金）、丸美股份（丸美&恋火）、福瑞达（瑷尔博士&颐莲）、华熙生物（夸迪&润百颜&BM肌活&米蓓尔）、上海家化（佰草集）、逸仙电商（科兰黎&EveLom）、敷尔佳（敷尔佳）；今年参与美妆节、去年未参与的品牌包括润百颜、瑷尔博士、颐莲、佰草集。3) 优惠力度：同比去年折扣力度普遍加大，部分产品优惠力度可比肩双十一。4) 参与热情：各品牌上播产品聚焦明星单品，参与产品数量看，珀莱雅同比环比均提升，薇诺娜/米蓓尔/夸迪同比略有减少。
- **站外小红书种草**：美白&防晒搜索热度高；国际品牌投放体量较大，2月国际品牌投放金额在美妆个护类目榜单占主导，榜单排名前三品牌分别是兰蔻、修丽可、olay，国货品牌中仅有珀莱雅投放金额进入TOP20；具有国货心智和高价值量品类笔记数占比较多，美容护肤排名前二为面部精华、乳液/面霜，彩妆中面部彩妆占比51%。
- **新品蓄力**：防晒&修敏产品密集上市，抢占品类心智制高点。珀莱雅升级源力面霜2.0，新增XVII型重组胶原蛋白，主打修护基底膜&舒缓褪红，上新盾护防晒；可复美上新胶原冻膜，提供改善屏障敏弱红、敏感应激红、刺激性胀红解决方案，舒缓敏感脆弱；薇诺娜重磅上市特护霜2.0，革新成分青刺果PRO MAX、搭载专为敏感肌定制的渗透技术，直击敏肌修复。

风险提示

- 营销/渠道/新品发展不及预期，代运营/生产商客户流失带来短期业绩波动



内容目录

引言.....	3
1、平台竞争：活动时间拉长，延续低价策略.....	3
1.1、活动节奏：总活动时间较去年拉长，天猫焕新周恢复跨店满减.....	3
1.2、活动玩法：延续低价策略.....	3
2、品牌竞争：部分品牌参与天猫超头热情下降，新品聚焦抢占修敏&防晒心智.....	4
2.1 天猫超头：取消预售，珀莱雅参与产品数量同比环比均提升，部分品牌参与热情下降.....	4
2.2 站外种草（小红书）：美白&防晒搜索热度高，国际品牌商业化投放体量较大.....	5
2.3 新品蓄力：防晒&修敏产品密集上市，抢占品类心智制高点.....	6
3、投资建议.....	8
4、风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 24 年 38 大促总活动时间较去年拉长，开始时间普遍较去年提前.....	3
图表 2： 24 年 38 大促活动玩法——延续低价策略.....	3
图表 3： 参与李佳琦直播间美妆节产品数量看，珀莱雅同比环比均提升，薇诺娜/米蓓尔/夸迪同比略有减少（单位：个）.....	4
图表 4： 3.8 大促种草节奏（蓄水期-预热期-爆发期-延续期）.....	5
图表 5： 近 30 天小红书美容护肤笔记数和互动总量.....	5
图表 6： 3.8 期间消费者关注换季皮肤过敏解决方案.....	5
图表 7： 美白&防晒 3.8 期间搜索环比提升亮眼.....	5
图表 8： 小红书美容护肤二级类目笔记分布.....	6
图表 9： 小红书彩妆二级类目笔记分布.....	6
图表 10： 小红书美妆个护类目品牌月度投放金额 TOP 20.....	6
图表 11： 防晒&修敏产品密集上市，抢占品类心智制高点.....	7
图表 12： 1-2 月国货头部品牌线上表现亮眼，薇诺娜增速提升明显，韩束延续爆发式增长，珀莱雅、可复美高增.....	8



引言

电商节点是平台+多方深度参与的销售“战役”。各平台陆续开启 24 年开年第一场 S 级购物节（3.8 大促），我们尝试从平台竞争（活动节奏、核心玩法、折扣规则等）&品牌竞争（达人合作、站外种草、新品蓄力等）两大维度深度梳理此次 3.8 大促前平台和商家关键动作，以期预测大促最终销售表现。

1、平台竞争：活动时间拉长，延续低价策略

1.1、活动节奏：总活动时间较去年拉长，天猫焕新周恢复跨店满减

今年 38 大促活动开始时间普遍较去年提前，总活动时间较去年拉长。1) 天猫：延续去年未设置预售，新推出抢先购（可用官方立减、让利至高 15%），恢复跨店满减（满 300 减 40、相当于 87 折）、焕新周可用。2) 天猫、抖音、快手、京东、拼多多活动开始时间均较去年提前。

图表1：24 年 38 大促总活动时间较去年拉长，开始时间普遍较去年提前

平台	24 年 38 大促	23 年 38 大促
天猫	抢先购：2 月 28 日-3 月 3 日 24 点 焕新周：活动预热（3 月 4 日 0 点-3 月 4 日 20 点）、 正式活动时间（3 月 4 日 20 点-3 月 8 日 24 点）	活动预热：3 月 2 日 0 点-3 月 4 日 20 点 活动时间：3 月 4 日 20 点-3 月 8 日 24 点
抖音	活动时间：2 月 28 日 0 点-3 月 8 日 24 点	活动时间：3 月 01 日-3 月 08 日
快手	预热期：2 月 22 日-2024 年 2 月 29 日 正式期：3 月 1 日-2024 年 3 月 10 日	3 月 1 日-3 月 8 日
京东	2 月 28 日 0 点-3 月 8 日 24 点	3 月 3 日-3 月 8 日
拼多多	2 月 26 日-2024 年 3 月 10 日	2 月 28 日-3 月 9 日

来源：零售云服务商，新浪财经，腾讯网，国金证券研究所

1.2、活动玩法：延续低价策略

1) 天猫：推出官方立减（抢先购+焕新周）、跨店满减（焕新周）、红包玩法（天天红包、攒能量玩法、不定时加码猜数字等）；2) 抖音：推出官方立减、一件直降、低价爆款池等重点玩法，通过优惠补贴和折扣玩法，携手商家打造商品“好价格”；3) 快手：平台将投入亿级流量扶持，加码“大牌大补”、“万人团”、“主播争霸赛”等政策玩法，助力商达实现内容场和货架场的全域增长。

图表2：24 年 38 大促活动玩法——延续低价策略

平台	24 年 38 大促	23 年 38 大促
天猫	推出官方立减让利至高 15%（抢先购+焕新周）、跨店满减（焕新周）、红包玩法（天天红包、攒能量玩法、不定时加码猜数字等）	官方立减
抖音	推出官方立减、一件直降、低价爆款池等重点玩法	推出以抖音商城为承载的货架场景玩法，“跨店每满减”、“重点货品专项玩法”、“消费券”、“超值购”、“搜索场景玩法”和“店铺打榜赛”等玩法覆盖货架场景的不同环节。
快手	平台投入“亿级流量”，加码“大牌大补”、“万人团”、“主播争霸赛”等政策玩法。	核心玩法包括开播得流量、大牌大补两大玩法。
京东	跨店满减（满 300 减 40）	百亿补贴和买贵双倍赔付
拼多多	跨店满减（满 200 减 30）、三单挑战冲刺 5 折、388 元大促限定红包	以大促平台官方补贴，最高 20% 为主

来源：零售云服务商，新浪财经，腾讯网，国金证券研究所



2、品牌竞争：部分品牌参与天猫超头热情下降，新品聚焦抢占修敏&防晒心智

2.1 天猫超头：取消预售，珀莱雅参与产品数量同比环比均提升，部分品牌参与热情下降

直播节奏：李佳琦（天猫超头）取消预售，今年美妆节定于3月4日，节奏与平台一致，晚8点直接开启现货销售。而去年虽天猫平台取消预售，但李佳琦直播间美妆节沿用预售机制，即3月1日付定金、3月4日晚8点付尾款。

参与此次李佳琦直播间3.4美妆节的国货品牌（上市公司旗下）包括：珀莱雅（珀莱雅&彩棠&OR）、贝泰妮（薇诺娜）、巨子生物（可复美&可丽金）、丸美股份（丸美&恋火）、福瑞达（瑗尔博士&颐莲）、华熙生物（夸迪&润百颜&BM肌活&米蓓尔）、上海家化（佰草集）、逸仙电商（科兰黎&EveLom）、敷尔佳（敷尔佳）；今年参与美妆节、去年未参与的品牌包括润百颜、瑗尔博士、颐莲、佰草集。

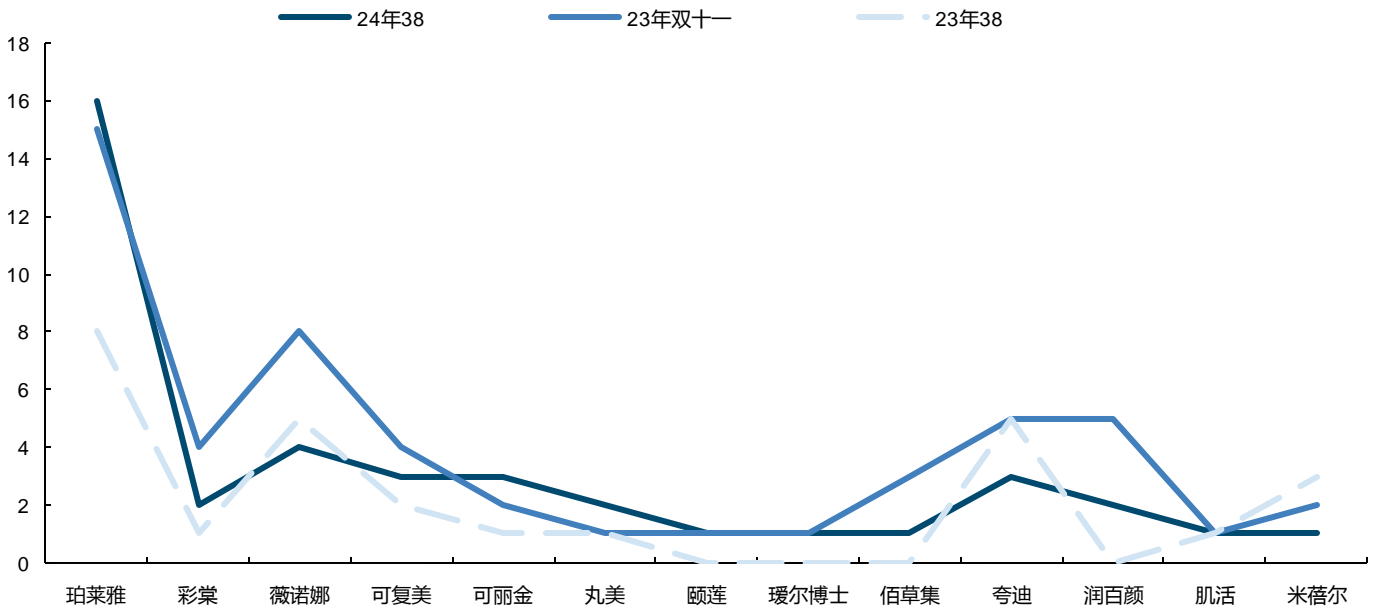
优惠力度：同比去年折扣力度普遍略有加大（但幅度有限、品牌商价格下探空间较小），部分产品优惠力度可比肩双十一。

参与热情：各品牌上播产品聚焦明星单品，参与产品数量看，珀莱雅同比环比均提升，薇诺娜/米蓓尔/夸迪同比略有减少。具体看：

括号内【第一个/第二个/第三个】数值分别为参与李佳琦直播间【24年3.8/23年双11/23年3.8】美妆节产品数量。

珀莱雅【16, 15, 8】、彩棠【2, 4, 1】、薇诺娜【4, 8, 5】、可复美【3, 4, 2】、可丽金【3, 2, 1】、丸美【2, 1, 1】、颐莲【1, 1, 0】、瑗尔博士【1, 1, 0】、佰草集【1, 3, 0】、夸迪【3, 5, 5】、润百颜【2, 5, 0】、肌活【1, 1, 1】、米蓓尔【1, 2, 3】。

图表3：参与李佳琦直播间美妆节产品数量看，珀莱雅同比环比均提升，薇诺娜/米蓓尔/夸迪同比略有减少（单位：个）



来源：《所有女生会员服务小程序》，国金证券研究所（注：上播产品及优惠信息从预告中统计，统计时间为2024年3月2日14:00，最终上播产品以3月4日李佳琦直播间为准）

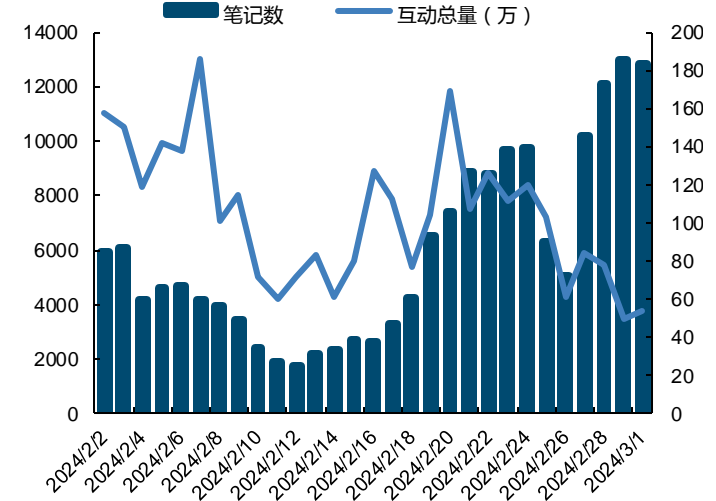
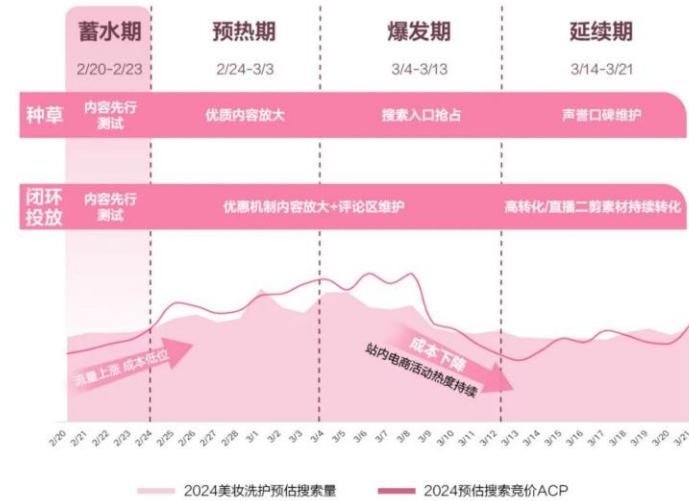


2.2 站外种草 (小红书): 美白&防晒搜索热度高, 国际品牌商业化投放体量较大

小红书 3.8 大促站外种草一般分为四个阶段, 即蓄水期→预热期→爆发期→延续期。美妆品牌踩准大促节奏分阶段优化, 从而在 3.8 大促期间精准发力。蓄水期, 流量上涨、成本开始攀升; 预热期, 流量上涨、成本继续攀升; 爆发期, 流量先震荡后下降, 成本继续攀升后下降; 延续期, 流量、成本回归至日常水平。

图表4: 3.8 大促种草节奏 (蓄水期-预热期-爆发期-延续期)

图表5: 近 30 天小红书美容护肤笔记数和互动总量



来源: 小红书商业动态, 国金证券研究所

来源: 灰豚数据, 国金证券研究所 (注: 时间区间为 2024-02-02—2024-03-01)

从搜索和阅读热度来看, 美白&防晒 3.8 期间搜索环比增长明显, 同时正值换季皮肤敏感期, 消费者对“换季过敏”、“换季长痘”、“换季皮肤干燥起皮”关注度增强。

图表6: 3.8 期间消费者关注换季皮肤过敏解决方案

图表7: 美白&防晒 3.8 期间搜索环比提升亮眼



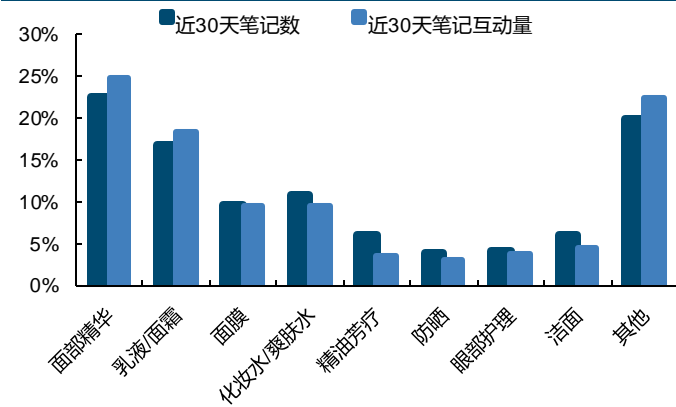
来源: 小红书商业动态, 国金证券研究所

来源: 小红书商业动态, 国金证券研究所

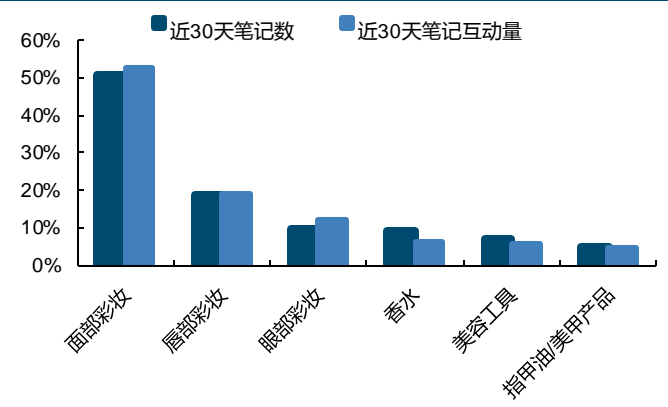
具有国货心智和高价值量品类笔记数占比较多。细分品类笔记分布及笔记互动量看, 美容护肤近 30 天笔记数排名前三的分别是面部精华、乳液/面霜、化妆水/双肤水, 笔记互动量排名前三的分别是面部精华、乳液/面霜、面膜; 彩妆近 30 天笔记数及笔记互动量排名前三的分别为面部彩妆 (占比 51%)、唇部彩妆、眼部彩妆, 其中面部彩妆中高光、隔离/妆前笔记数占比 12%/7%, 笔记互动量占比 11%/13%。



图表8: 小红书美容护肤二级类目笔记分布



图表9: 小红书彩妆二级类目笔记分布



来源: 灰豚数据, 国金证券研究所 (注: 时间区间为 2024-02-01—2024-03-01)

来源: 灰豚数据, 国金证券研究所 (注: 时间区间为 2024-02-01—2024-03-01)

2月国际品牌商业化投放金额在美妆个护类目榜单占主导, 榜单排名前三品牌分别是兰蔻、修丽可、olay, 国货品牌中仅有珀莱雅投放金额进入TOP 20。

图表10: 小红书美妆个护类目品牌月度投放金额 TOP 20

排名	2023年9月		2023年10月		2023年11月		2023年12月		2024年1月		2024年2月	
	品牌	商业笔记数	品牌	商业笔记数	品牌	商业笔记数	品牌	商业笔记数	品牌	商业笔记数	品牌	商业笔记数
1	兰蔻	836	欧莱雅	1187	京东	3810	LA MER	329	兰蔻	297	兰蔻	526
2	赫莲娜	378	olay	2544	珀莱雅	567	京东	1577	欧莱雅	197	修丽可	251
3	修丽可	294	赫莲娜	429	香奈儿美妆	112	ESTEE LAUDER	255	LA MER	102	olay	505
4	YSL	496	兰蔻	710	兰蔻	270	Tom Ford Beauty	166	ESTEE LAUDER	179	欧莱雅	323
5	娇韵诗	653	ESTEE LAUDER	644	ESTEE LAUDER	291	赫莲娜	63	YSL	107	ESTEE LAUDER	343
6	ESTEE LAUDER	817	LA MER	276	天猫	748	妮维雅	111	ESTEE LAUDER	179	欧莱雅	323
7	欧莱雅	651	天猫	829	妮维雅	130	olay	262	YSL	107	欧莱雅	323
8	olay	946	珀莱雅	952	肌肤之钥	480	理肤泉	32	olay	141	修丽可	45
9	LA MER	279	自然堂	323	Tom Ford Beauty	268	mac	172	olay	141	olay	141
10	L'OCCITANE	280	修丽可	246	雪花秀	115	资生堂	116	天猫	202	天猫	202
11	珀莱雅	630	SK-II	1798	SK-II	517	香奈儿美妆	30	赫莲娜	54	Dior	88
12	Tom Ford Beauty	468	YSL	297	mac	187	兰蔻	115	赫莲娜	54	YSL	148
13	自然堂	309	娇韵诗	531	olay	230	珀莱雅	231	Dior	45	珀莱雅	514
14	mac	334	肌肤之钥	374	欧莱雅	266	阿玛尼美妆	47	GUERLAIN	32	植村秀中国	197
15	阿玛尼美妆	152	Fan Beauty Secret	80	自然堂	185	自然堂	156	阿玛尼美妆	58	羽西	71
16	完美日记	82	伊丽莎白雅顿	252	HBN	242	丝塔芙	101	阿玛尼美妆	58	娜斯	72
17	祖玛珑	97	mac	340	谷雨	507	HBN	117	科颜氏	58	阿玛尼美妆	119
18	AMIRO	753	AMIRO	950	LA MER	62	PRADA	36	谷雨	168	阿玛尼美妆	119
19	小红书测试服务商4	16	资生堂	165	CLINIQUE	71	祖玛珑	53	珀莱雅	248	希思黎	608
20	Dior	183	希思黎	146	欧诗漫	285	欧莱雅	44	PRADA	36	SK-II	157

来源: 灰豚数据, 国金证券研究所

2.3 新品蓄力: 防晒&修敏产品密集上市, 抢占品类心智制高点

3.8 促销节点是品牌方抢占防晒&修敏品类心智的关键节点。珀莱雅升级源力面霜 2.0, 新增 XVII 型重组胶原蛋白, 主打修护基底膜&舒缓褪红, 上市盾护防晒; 可复美上新胶原冻膜, 提供改善屏障敏弱红、敏感应激红、刺激性胀红解决方案, 舒缓敏感脆弱; 瓊尔博士升级 2.0 闪充水乳, 聚焦微生态+抗老, 新增重组胶原蛋白成分; 颐莲推出分体面膜 2.0、膨润水乳 2.0, 修护保湿功效升级; 薇诺娜重磅上市特护霜 2.0, 革新成分青刺果 PRO MAX、搭载专为敏感肌定制的渗透技术, 直击敏肌修复。



图表11: 防晒&修敏产品密集上市, 抢占品类心智制高点

公司	品牌	新品	卖点	天猫旗舰店零售价	功效
珀莱雅	珀莱雅	源力面霜 2.0	1) 成分升级: 新增 XVII 型重组胶原蛋白 (保留核心功效的同时, 将分子量精简到 5.5KDA, 大小近乎胜肽) 修护基底膜、紧致抗皱, 神经酰胺 AC60、神经二肽、卡瓦胡椒精粹舒缓褪红 2) 质地升级: 推出油皮/干皮专研轻盈霜/盈润霜	239/50g+同款 15g*3+5g+1.5g 袋包*2	修护
		盾护防晒	专研 Air 超膜防护科技 (成膜均匀、贴合皮肤, 抗摩擦), 有效 防晒黑&防晒红 , 旗舰级使用感 (质地轻薄易推开无泛白不粘腻、成膜速度快)	159/50ml+15ml*4	防晒
巨子生物	可复美	胶原冻膜	3+2 舒敏修红配方体系, 精准狙击 3 种泛红 (专研 C5HR 重组胶原蛋白仿生组合修护屏障敏弱红, 神经信号修护体系改善敏感应激红, 双萃舒红稳肤体系舒缓刺激性胀红), 双通道舒缓敏感脆弱 (4-叔丁基环己醇缓解肌肤灼热刺激, 麦冬根提取物疏解肌肤瘙痒)	174/10 颗/盒+可复美吨吨次抛 1.5ml*3+硅胶刷	校准肌肤红敏
	可丽金	胶卷眼霜	采用精研“432”配方成分体系: 四重胶原 x 三重胜肽 x 双重 A 醇, 首次同时添加以上三大抗老天王成分, 以 C5HA 重组胶原蛋白仿生组合为核心起效成分, 分区域、分机理、多靶向改善眼周“垮、纹、黯、干”四大问题。	319/20g+5g*3	眼部抗衰
贝泰妮	薇诺娜	特护霜 2.0	1) 成分升级: 革新成分 青刺果 PROMAX , 直达敏感基因源头, 突破性源头阻断敏感。增强 CLDN-5 基因表达, 从而减少敏感反复。 2) 科技升级: 搭载专为敏感肌定制的渗透技术 , 使活性成分被精准递送渗透至皮肤颗粒层, 稳定高活起效, 并能持久停留释放。 3) 质地升级: 清爽不闷痘的双皮奶质地, 一触即融。0 香精、0 酒精、0 色素、0 激素, 敏感肌更安心。 4) 包装升级: 外包装升级更有质感, 内芯延续真空锁鲜概念。更添加替换芯, 环保又便捷	268/50g+50g 替换装	敏肌修复
福瑞达	瑷尔博士	闪充水乳	由反重力水乳升级而来, 引入 17kDa 小分子重组胶原蛋白 , 核心成分升级为 5%褐藻酵粹 (旧版为 3%) + 超导十肽 (旧版为 6 种) + 重组胶原蛋白+玻尿酸; 运用胶原增速器腺苷+超导促渗科技促生胶原+直补胶原: 全链路高阶抗老, 促生胶原+支撑结构+平衡菌群	388/水 150ml+乳 100g+水 25ml*3+乳 25g*2	微生态+抗老
	颐莲	分体面膜 2.0	核心成分升级为 10 种玻尿酸 (旧版 5 种)、6 种神经酰胺 (旧版为 3 种), 白茶纤维面膜 (肤感更加水润柔滑)	89/10 片/盒+1 片 178/10 片/2 盒+10 片	保湿舒缓
		澎润水乳	10 种玻尿酸分皮层补水保湿, 6 种神经酰胺+依克多因加乘修护	198/水 120ml+乳 100g+2.0 澎澎面霜 14g+10D 分体面膜 2 片	先保湿后修护

来源: 巨子生物微信公众号, 贝泰妮投资者关系微信公众号, 珀莱雅微信公众号, 颐莲天猫旗舰店, 福瑞达生物微信公众号, 天猫官方旗舰店, 国金证券研究所 (注: 零售价统计时间 2024 年 3 月 2 日)



3、投资建议

1-2月国货头部品牌线上表现亮眼，薇诺娜增速提升明显，韩束延续爆发式增长，珀莱雅、可复美高增。据飞瓜、炼丹炉数据，1-2月珀莱雅（彩棠+珀莱雅）天猫旗舰店+抖音 GMV 同增 65%，主要系大单品矩阵持续发力；丸美、恋火品牌势能持续释放，1-2月丸美股份（丸美+恋火）猫旗+抖音 GMV 同比+59%；韩束套组广泛合作达人，红蛮腰以送礼为卖点，抖音延续爆发式增长（1+2月 GMV 14 亿+），1-2月韩束天猫旗舰店+抖音 GMV 同增 700%+；1-2月薇诺娜猫旗+抖音 GMV 同增 30%+。

图表12：1-2月国货头部品牌线上表现亮眼，薇诺娜增速提升明显，韩束延续爆发式增长，珀莱雅、可复美高增

公司	品牌	24年1-2月GMV (百万元)			24年1-2月yoy		
		猫旗	抖音	猫旗+抖音	猫旗	抖音	猫旗+抖音
贝泰妮	薇诺娜	148	106	254	14%	67%	31%
珀莱雅	珀莱雅	350	516	866	26%	111%	66%
	彩棠	123	157	280	18%	121%	60%
	合计	473	673	1146	24%	113%	65%
丸美股份	丸美	37	148	184	52%	50%	50%
	恋火	36	133	169	22%	91%	70%
	合计	73	281	353	36%	67%	59%
福瑞达	颐莲	44	37	81	77%	2%	33%
	瑗尔博士	56	93	149	10%	39%	26%
	合计	100	130	229	32%	26%	29%
巨子生物	可复美	111	169	280	36%	122%	77%
	可丽金	47	15	61	155%	182%	161%
	合计	158	183	341	58%	126%	88%
上美股份	韩束	72	1465	1537	182%	792%	710%

来源：炼丹炉，飞瓜数据，国金证券研究所

受终端零售疲软以及行业自身红利减弱、个股业绩分化等影响，当前板块估值处于历史低位，展望后续多品牌多品类龙头有望持续胜出、细分红利/空白赛道公司/品牌持续成长。1-2月国货头部品牌线上表现亮眼，期待3.8大促延续靓丽表现。

推荐：1) 资金面向好，大单品矩阵持续发力、大促期间爆发力强望拉动 Q1 业绩超预期的集团化龙头珀莱雅；2) 重组胶原蛋白龙头巨子生物（可复美品牌势能持续释放，2款医美产品拿证上市按计划推进中）；3) 23年渠道/产品策略/组织架构调整显效，品牌势能向好，24年望延续向上的水羊股份/上美股份/福瑞达；4) 近期边际改善明显，业绩拐点可期的贝泰妮（1-2月薇诺娜电商增速亮眼+特护霜 2.0 重磅升级+2.0 迈入敏感肌 plus 时代，期待产品/组织结构逐步理顺后业绩与估值双提振）。

重点公司更新

珀莱雅：主品牌珀莱雅源力+红宝石+双抗三大系列继续发力、加码能量系列，防晒新品矩阵贡献增量；彩棠粉底、气垫等产品积极调整&升级，持续强化底妆优势，望拉动品牌持续高增；主品牌向上空间仍足、子品牌“百花齐放”，达成收入/利润双 22%增长目标确定性较高。

巨子生物：可复美聚焦大单品胶原棒社交声量的提升&进一步破圈&产品升级迭代、重点布局霜类产品；可丽金处于调整中，持续强化胶原蛋白抗老心智，积极推新，胶卷眼霜 1 月上新、期待后续全新系列；2 款医美产品拿证上市按计划推进中；我们预计 24 年归母净利润同增 25%-30%（未纳入医美产品预期）。

福瑞达：瑗尔博士&颐莲品牌势能望持续向上，24 年化妆品收入目标增速不低于 23 年（预估为 25%-30%）、利润端目标维稳（10%左右）。1) 颐莲：产品端稳喷雾、攻面霜，品宣端强调中国高保湿心智，分渠分品策略持续深化（各渠道均有新品推出计划）、自播预计 5 月上新抗衰软膜粉；2) 瑗尔博士：围绕微生态，益生菌系列稳住优势，依托闪充系列向抗老赛道更进一步，摇醒&痘痘系列完善产品矩阵。原料端，合作河北纳科发力重组胶原蛋白，医美品牌珂溢前期聚集渠道搭建，未来自研 II 类/III 类医疗器械上市后望复用渠道迅速推广。



水羊股份：自主品牌+代运营 24 年持续向好，有望完成股权激励目标。伊菲丹 24 年聚焦品牌建设+破圈（提升人群声量&品牌调性），线下加码高端百货渠道；Pier Auge 有望复制伊菲丹成功经验，当前正在改造供应链；御泥坊 24 年 4 月全新升级亮相；大水滴精准卡位熬夜肌赛道，“22 点+0 点+3 点”系列成形，24 年期待延续高增、盈利模型改善；代理业务强生系（利润率偏低）占比持续降低+资源向高增长潜力品牌（利润率偏高）倾斜+战略收缩亏损品牌，24 年利润率望提升。

丸美股份：23 年快速进步的线上能力&长期积累的分销+产品+研发能力，将拉动 24 年向上更进一步，我们预计 24 年收入 30%+增速，净利率在 12%-15% 区间。

上美股份：短剧营销出圈、自播转化高效、套盒火爆，抖音排名位列前茅、同比高增，拉动 23 年韩束品牌营收预计翻倍以上增长；展望 24 年，抖音继续努力保持势能，产品端坚守套盒，叠加推单品（套盒拆单品+推核心成分的新产品），随自营能力逐步补齐、发力天猫，线下屈臣氏利润改善。韩束经验有望顺利复制至红色小象和一叶子，24 年期待小象稳健发展、一叶子快速恢复。

贝泰妮：1-2 月电商数据改善明显，2 月重磅上市特护霜 2.0，3 月发布 2.0 战略升级，期待后续核心大单品升级&新系列上市、内部组织结构逐步理顺后，迎来业绩拐点。

4、风险提示

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

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

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。

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。



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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究