

把握向上势能

分析师：罗晓婷
分析师：赵中平

执业编号：S1130520120001
执业编号：S1130524050003

2024/6/4

■ 投资策略：聚焦产业链“国产替代”主线，把握向上势能

- ✓ 细分成长赛道龙头，兼备第二增长曲线，势能望持续向上：1) 高景气“中国成分”重组胶原蛋白龙头：推荐巨子生物、关注锦波生物；2) 全球防晒剂龙头：科思股份（新老防晒剂仍景气，中长期洗护/美白/润肤等新系列打开成长空间）
- ✓ 平台型雏形初现，业绩兑现确定性强，长期看好：珀莱雅
- ✓ 产品/渠道/组织逐步理顺，业绩望迎来拐点向上：关注贝泰妮

➤ 原料：化妆品“芯片”，中国成分崛起正当时

全球化妆品原料市场体量小、种类繁多，根据产业链价值分布推算内容物仅占产品零售的5%，即23年全球规模约285亿美元，跨国化工巨头掌握话语权、国内企业在细分赛道突围。

- ✓ 趋势一：品牌商加码自主创新、引领“中国成分”崛起，看好重组胶原蛋白高景气赛道
- ✓ 趋势二：凭借性价比/生产优势在单一品类做大，再横向拓展，推荐从全球防晒剂龙头向个护原料综合供应商迈进的科思股份

➤ 品牌：悦己消费、成分党兴起助力新国货崛起，后半程竞争升维、仍有增量空间

国货崛起路径“低价值量→高价值量品类、大众→到中高端”，质价比突出，后半程竞争升维，预计中长期国货品牌在分化中市占率提升。

- ✓ 增量空间一：产品矩阵决定国货品牌市占率上限，平台型能力决定本土公司市占率上限。大单品矩阵、多品牌矩阵是龙头进一步做大必要条件，背后考验的是以数字化、大中台赋能、多渠道运营、组织边界及灵活度等为代表的平台型能力
- ✓ 增量空间二：成长性优、国货市占率仍较低的细分赛道，例如核心底妆类目

01 原料：化妆品“芯片”，中国成分崛起正当时

1.1、

原料市场：规模小、种类繁多，跨国化工巨头掌握话语权、国内企业在细分赛道突围

- 全球化妆品原料市场体量小、种类繁多，根据产业链价值分布推算，全球规模约285亿美元（=2023年全球化妆品市场规模为5700亿美元*5%）。
- 据化妆品产业链上下游相关公司毛利率水平推算，直接材料占产品终端零售额的15%左右，其中内容物（即原料）仅占5%左右、包材占10%左右。

表：头部护肤品牌生产模式及主营业务成本构成

公司名称	生产模式	主营业务成本构成	直接材料成本构成	主要的直接材料
珀莱雅	自主生产为主、OEM生产为辅	直接材料90%+直接人工6%+制造费用4%	原材料30%+包装物70%	保湿剂、活性物、油酯蜡、乳化剂、包装物（纸箱等）
丸美股份	自主生产为主、委外加工为辅	直接材料83%+直接人工7%+制造费用5%+外协费用5%	包装物占比70%以上	-

表：化妆品产业链价值分布



资料来源：珀莱雅招股书，丸美股份招股书，国金证券研究所

原料市场：规模小、种类繁多，跨国化工巨头掌握话语权、国内企业在细分赛道突围

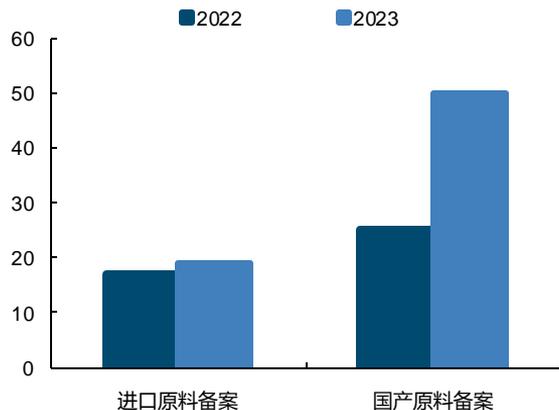
- 受限于技术壁垒，我国化妆品原料长期依赖进口，并后向制约品牌商研发能力。大部分市场份额掌握在巴斯夫、亚什兰、德之馨等大型跨国化工企业手里，其中有一部分是从中国企业代工贴牌后再销售至全球。
- 原料可进一步分为大料（基质型、性能技术类基料、表面活性剂）和活性物成分。其中，活性物成分决定产品核心功能，而独家成分更能打造产品差异化，如SK-II神仙水的Pitera，欧莱雅的王牌专利玻色因，雅诗兰黛的麦角硫因以及二裂酵母发酵产物溶胞物。

表：全球原料市场竞争格局

梯队	代表公司	特点
第一梯队 欧美大型跨国企业	美国Ashland（亚什兰）、Lubrizol（路博润）、Dowcorning（道康宁），欧洲的BASF（巴斯夫）、DSM（帝斯曼）、Clariant（科莱恩）、Evonik（赢创）、Symrise（德之馨）等，	资本雄厚、技术研发实力强劲，已形成稳定的品牌效能，低价值量品类生产逐步转向代工，部分化妆品原料只是原有主要产品线下游的一个衍生品
第二梯队 日本原料公司	NissinOillio（日清奥利友）、NikkolChemicals（日光化学）、Shin-Etsu（信越）、Ajinomoto（味之素）、Sumitomo（住友）、TAYCA（帝国化学）	精细化工优势明显，注重原料产品的“独家性”，对原料的安全性把控得非常严格，对功能型原料的研发能力较强
第三梯队 韩国及中国公司	韩国SK（百朗德）、KCC、Kelon和中国本土的华熙生物、科思股份、丽臣、天赐、新和成等	在天然原料的研发和生产方面有较多优势和特色，原料产品的性价比较高

- 政策改革助推国产化妆品新原料备案：旧法规《化妆品卫生监督管理条例》下没有对新原料实施分类管理，从2004年至2021年5月1日前，一共仅批准14个新原料。自2020年6月29日《化妆品监督管理条例》发布以来，与化妆品新原料注册备案相关的新法规配套文件相继推出，22年/23年新原料备案42/69款，其中国产原料备案25/50款。
- 品牌加码原料研发，合成生物技术赋能核心成分创新

图：政策改革助推国产化妆品新原料备案



表：品牌加码原料研发

公司	截至23年末 自研原料国内累计备案原料数
华熙生物	4
贝泰妮	3
水羊生物	3
资生堂	3
环亚	2
养生堂	1
欧诗漫	1
爱茉莉太平洋	1
云南白药	1
逸仙电子	1
敷尔佳	1
珀莱雅	1
丸美	1
嘉文丽化妆品	1

表：合成生物技术赋能核心成分创新

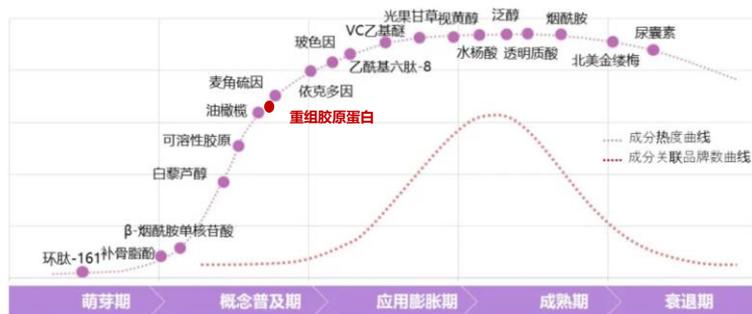
投资原料		
投资方	投资公司	投资内容
欧莱雅	debut biotech	合成生物、无细胞技术开发创新生物活性护肤成分
欧莱雅、联合利华、花王	Genomatic子公司	可持续原料，利用微生物技术开发植物性新成分作为传统成分的替代品
赢创	novachaem	生物技术开发天然、可持续的活性成分
LVMH、资生堂	创健医疗	重组胶原蛋白生物材料
珀莱雅	中科新扬	合成生物学创新制造原料
华熙生物	益而康	蛋白类生物材料及组织再生修复
欧莱雅	microphyt	微藻类天然活性成分
福瑞达、水羊股份	纳科生物	合成生物学
珀莱雅	微生物	合成生物学

* 据公开资料不完全统计

1.2、为什么看好重组胶原蛋白？——基于成分生命周期角度

- **国际化起航：**对比我国其他化妆品专利原料，重组胶原蛋白受到国际品牌认可，欧莱雅集团巴黎欧莱雅小蜜罐2.0首次添加重组胶原蛋白，并作为亮点进行宣传
- **护肤应用：**国货品牌引领、国际品牌入局，可复美/可丽金占领消费者心智、市场认知度及体量遥遥领先
- **我们判断重组胶原蛋白在护肤领域处于概念普及后期，**越来越多头部品牌（珀莱雅、巴黎欧莱雅等）入局

图：我们判断重组胶原蛋白在护肤领域处于概念普及后期



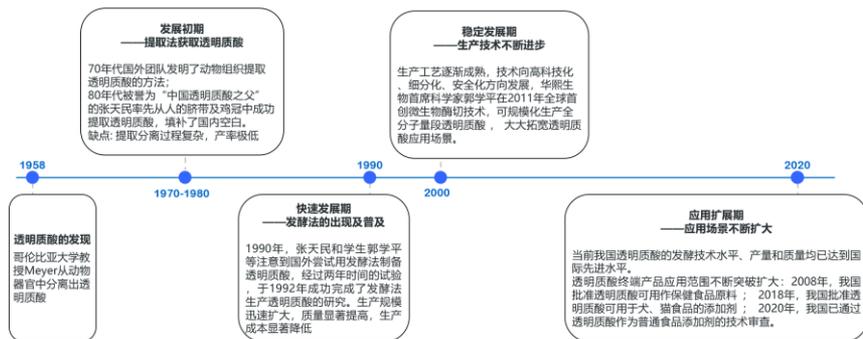
表：越来越多头部品牌布局重组胶原蛋白

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VII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
巨子生物	可复美	胶原冻膜	3+2舒敏修护配方体系， 精准狙击3种泛红 （专研C5 HR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痒症）	174/10颗/盒+可复美吨吨次抛1.5ml*3+硅胶刷	校准肌肤红敏
	可复美	焦点面霜	修敏红（ 4种重组胶原蛋白+褐藻精粹 ）、修光损（极大螺旋藻、GenoFix Nite）、修暗沉（昼夜节律因子+麦角硫因+柔性脂质体包裹VC精粹）	359元/30ml送吨吨次抛5支、同款15*2	皮肤亚健康也需要修护
福瑞达	瓊尔博士	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%褐藻精粹（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
华熙生物	润百颜	元气弹	胶原直补（ 重组人源三型胶原蛋白 ）+胶原助推器+胶原放大器+胶原抗糖开关+胶原稳定器	439元/买30支送15支	紧塑元气肌肤
欧莱雅	巴黎欧莱雅	小蜜罐	重组人源三型胶原蛋白*四大胜肽	319元/买60ml送60ml	重塑原生（弹、嫩、亮）

1.2、为什么看好重组胶原蛋白？——潜力或将较透明质酸更大

- 参考玻尿酸发展路径，先后经历动物提取-生物发酵提取（18年华熙注射级玻尿酸原料出厂价11万/公斤）-交联技术，应用范围不断扩大。据沙利文，预测21年玻尿酸医美填充剂销售额（出厂口径）63亿元、22~30年复合增24%至443亿元。
- 当前重组胶原蛋白多肽、单链已实现量产，在护肤（妆字号）/水光（械III）/头皮抗衰（械II）/私密健康（械II）等领域已开启商业化，预计24-25年重组胶原蛋白迎三类械获证高峰期，21年我国重组胶原功效护肤/医用敷料零售额46/48亿元、17~21年CAGR 52.8%/92.2%。未来重组胶原继续突破三螺旋、四级空间结构、自交联等技术后，有望向填充、再生材料等应用领域进一步延伸。

图：透明质酸供给端突破引领应用端加速渗透和应用范围不断扩大



图：胶原蛋白在美丽健康领域的应用



1.3、趋势二：凭借性价比、生产优势在单一品类做大，再横向拓展

- 获益全球化精细化工再分工，国产厂商在细分赛道抓住机遇市占率提升
- ❑ 精细化工行业主要玩家可划分为国际综合化工巨头、中型厂商（在个别产品类别中占有重要地位）以及小型厂商（产品线单一）
- ❑ 国产厂商缺席综合型化工巨头，在多细分赛道涌现中型厂商，如防晒剂赛道的科思股份、染发剂赛道的鼎龙科技、表面活性剂赛道的丽臣实业

表：精细化工行业主要玩家可划分为国际综合型化工巨头、中型厂商以及小型厂商（产品线单一）

分类	代表公司（以防晒剂为例）	特点
国际综合型化工巨头	巴斯夫、帝斯曼（在国内贴牌代工）、亚什兰（退出防晒剂市场）、德之馨（战略收缩防晒剂业务）	一直垄断着精细化工产品诸多领域的市场，可以通过在国内建立合资企业或生产基地降低生产成本，在高端产品市场中拥有较大份额、技术研发上占有明显的竞争优势，处在行业金字塔的顶部
中型厂商	科思股份	在个别产品类别占有重要地位，形成相对完整的产品链条，掌握相关产品核心生产工艺，生产规模较大，产品质量稳定性较高，中端市场拥有较大份额
小型厂商	重庆沃肯、印度 Chemspec、华阳化工等	生产规模较小，产品线较为单一，产品质量稳定性较差，比较难进入大客户供应链，客户主要是经销商

1.3、为什么最推荐科思股份？

➢ 防晒剂赛道β：供给格局优，行业强监管+大客户壁垒拔高进入门槛、格局变化预计相对缓慢

■ 防晒剂在多数国家属于强监管，采用白名单制度

■ 大客户壁垒：下游客户注重产品质量及供应稳定性、认证体系严格，自身高毛利、对价格敏感性不高；小型厂商难进入，潜在新进入者通常需要4-5年才能进入核心供应商名单（工艺优秀且稳定供应→通过环评建厂投产→多款产品联合供应能力→进入大客户供应商名单（认证周期1~2年）→进入核心供应商名单）。

■ 科思股份、巴斯夫双龙头格局：科思股份老防晒剂占主导、新防晒剂渗透率提升，巴斯夫新防晒剂有优势、但产能反应速度不及科思

■ 增量：配方升级、美国市场望获批PS带动新防晒剂需求释放；随着防晒观念提升，消费者对防晒产品的需求向全季节、全天候、多场景延伸

表：防晒剂供给格局——科思、巴斯夫双龙头

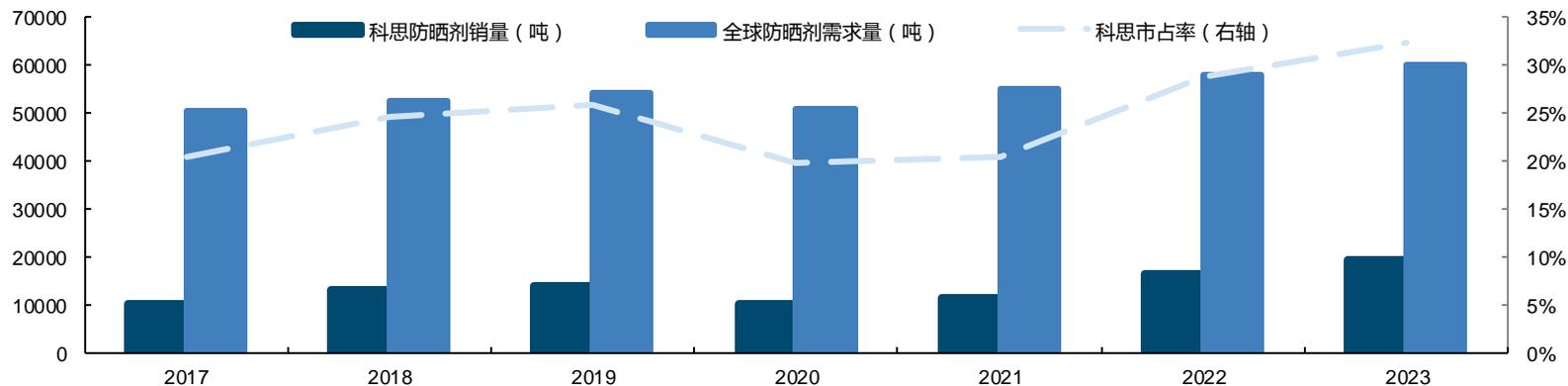
公司	覆盖产品	最新动态
巴斯夫	擅长研发高端防晒剂，从最早的 Uvinul T150，到之后推出的 Tinosorb 系列	据巴斯夫9.27最新消息，巴斯夫上海金山基地 Uvinul® A Plus 全新装置全面投产
科思股份	防晒剂老品OMC、AVB、OCT、OS、HMS等，防晒剂新品PS、PA、EHT、PM	拟新建马来西亚防晒剂工厂1万吨项目（预计2H25投产）
帝斯曼	防晒剂产品为国内贴牌代工，主要合作科思股份	
亚什兰	-	2020年退出防晒剂业务
德之馨	德之馨能够生产HMS、OCT、AVB、OS等产品，部分产品来自国内贴牌代工，与科思有合作	-
印度 Chemspec 公司	老防晒剂及少量EHT、PA等新防晒剂、去屑剂PO，22年营收7.3亿元人民币、利润约1亿元人民币	23年12月28日当地时间晚7点左右，位于印度孟买郊区 Talaja 工业区的 Chemspec 公司发生严重火灾。
美峰	1993年成立，有机防晒剂包括二苯甲酮-3、奥克立林、阿伏苯宗、HMS、EHT、PA、PS、PM等	-
华阳化工	1998年成立，主要销售二苯甲酮类、水杨酸类、三嗪类紫外线吸收剂，其中三嗪类新产品23年收入2亿+元	23年底600吨PA产线、500吨EHT产线建成
东方化学	2002年成立，主要产品为功能性化妆品原料、医药中间体等，根据公司官网防晒剂覆盖EHT、PA产品	-
重庆沃肯	根据公司官网防晒剂覆盖EHT、PS、PA、苯基苯并咪唑磺酸	23年1月240吨PA产线、500吨PS产线建设竣工，12月环保验收

1.3、为什么最推荐科思股份？

➤ 科思股份α：全球防晒剂龙头向个护原料综合供应商进阶

- 供给格局重塑机遇：2020年亚什兰退出防晒剂业务，21-22年巴斯夫欧洲能源危机下开工率不足、供给下降，凭借产能优势&敏锐反应能力迅速抢占市场份额
- 前瞻客户认证：积极开拓品牌客户，如欧莱雅早于2014年就建立了业务关系，22年抓住疫后市场快速恢复机会、且新品EHT通过验证，1-9M22欧莱雅成为公司的第五大客户。
- 防晒剂新品业务21-24年加速放量：长期技术积累+合作帝斯曼助力突破新品技术以及高质量稳定生产，2016年初开发出新品P-S/P-M，3Q21、1H22投产EHT、PA新品，3Q23扩产PS/PA/EHT，优先获益新防晒剂渗透率提升。
- 第二增长曲线：技术/客户协同助力新品拓展，洗护24年开始贡献业绩，期待润肤、美白系列

图：科思防晒剂销量市占率超过30%



资料来源：公司公告，欧睿数据，国金证券研究所

02 品牌：新国货崛起后半程，竞争升维

2.1、新国货崛起：年轻一代消费者与国货品牌的“双向奔赴”

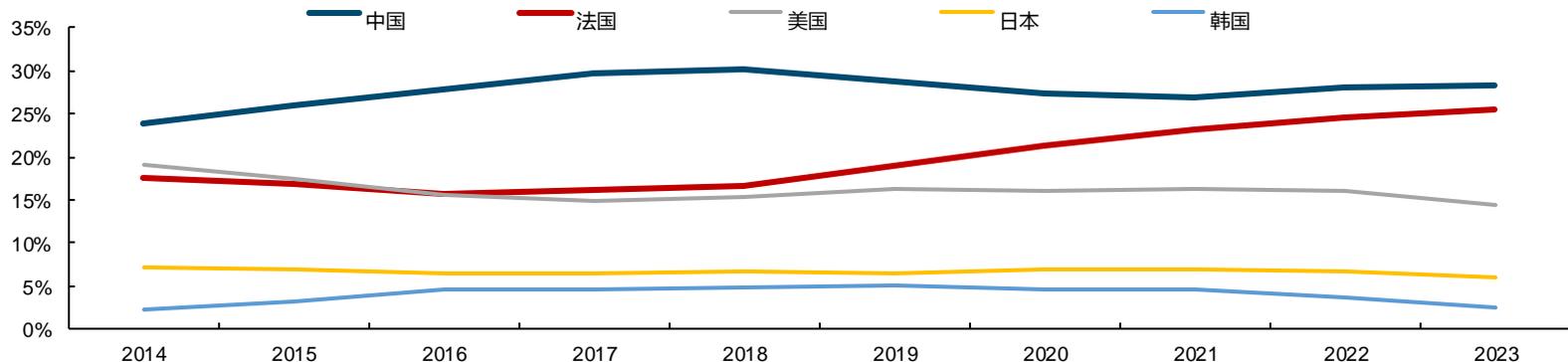
- 年轻一代消费群体：伴随着悦己意识增强、成分党兴起以及偏好迁移，在选择产品时能够相对客观的对比国货品牌和国际品牌，同时网红直播带货、小红书、抖音种草帮助更好宣传国货品牌产品力。
- 国货品牌产品升级，电商运营、情感营销、消费者把握能力持续提升：购买/使用国货美妆≠消费降级，国货品牌加码配方和基础研究，“中国成分”崭露头角如珀莱雅专利新原料环肽-161，产品力不断追赶甚至超越国际品牌。在一些细分赛道，国货品牌抓住中国消费者需求，反而能提供更好的产品选择。

图：悦己意识增强、成分党兴起等助力新国货崛起



- 护肤：竞争从单一要素向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超、23年延续国货崛起之势，预计中长期国货品牌市占率在分化中提升
- 我国护肤市场经历两轮国货崛起，第一轮（2013-2018年）国货品牌凭借敏锐反应速度&大胆的营销投放迅速占领红利渠道，市场份额迅速提升，但品牌力和产品力略逊于国际品牌，2014-2018年国货品牌市场份额由23.9%提升至30.2%，产品主要以价值量偏低的套组、面膜等为主，其中百雀羚、自然堂表现突出（2014-2018年市占率分别由2.6%提升至4.5%、2.3%提升至3.4%）；第二轮新国货崛起（2021年以来），竞争从单一要素演变至综合能力，比拼的是公司产品开发、配方研发、精细化运营、品牌力、产品力、组织灵活度等多维能力，薇诺娜、珀莱雅等品牌不断追赶国际品牌，2021-2023年国货品牌市场份额由26.9%提升至28.4%。

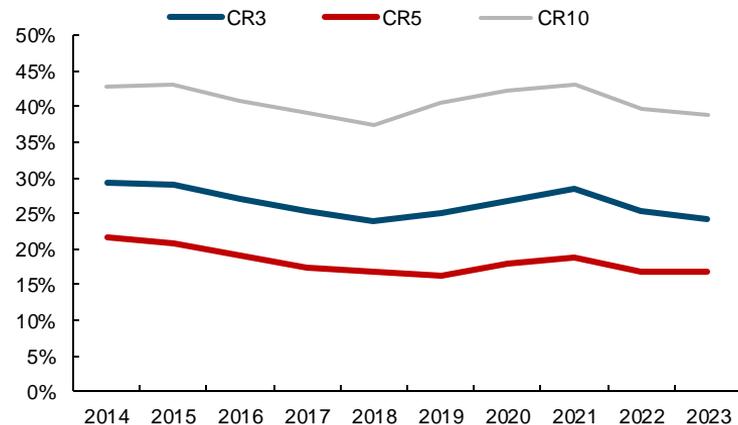
图：我国护肤市场21年来新国货崛起趋势明显



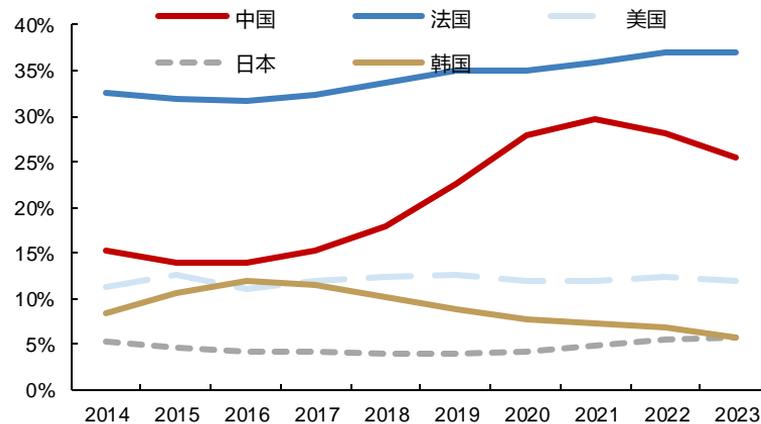
➤ 彩妆：国产替代从色彩类向壁垒更高的核心底妆进阶

■ 2018年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升，至21年市场份额提升至29.7%，主要系以完美日记为代表的时尚快消品牌+以花西子为代表的国风品牌借力直播渠道红利快速崛起，22/23年国货品牌市场份额结构性下降至28.1%/25.5%（主要系受色彩类产品流行变化影响花西子/完美日记等市占率下降），但底妆占优的化妆师IP/时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。23年TOP20品牌中国货品牌占据5席。其中，底妆占优的国货品牌（如毛戈平、彩棠等）市占率自2018年持续提升。

图：我国彩妆市场2018-2021年集中度提升、22年/23集中度下降



图：22年/23年国货彩妆品牌在国内市占率结构性下降



- ▶ 本土大众彩妆兴起、抢占市场份额；高端领域仍以国际品牌为主导、国货品牌毛戈平市占率提升。
- 时尚快消类品牌表现分化，21-23年完美日记、珂拉琪、滋色等市占率降低，橘朵、酵色等市占率提升，主要系时尚快消类品牌主打色彩类产品（如口红、眼影等）上新快、定价偏低（50-100元）、市场流行多变，且进入门槛相对较低、更依赖营销概念，属于能够快速放量但不易持续保持。
- 国货化妆师IP品牌在高单价&进入壁垒相对较高底妆细分类目突围，如彩棠大单品三色一体高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫，未来进一步补足粉底液等产品、市场份额有望进一步提升。

表：时尚快消类品牌表现分化，化妆师IP品牌市占率提升

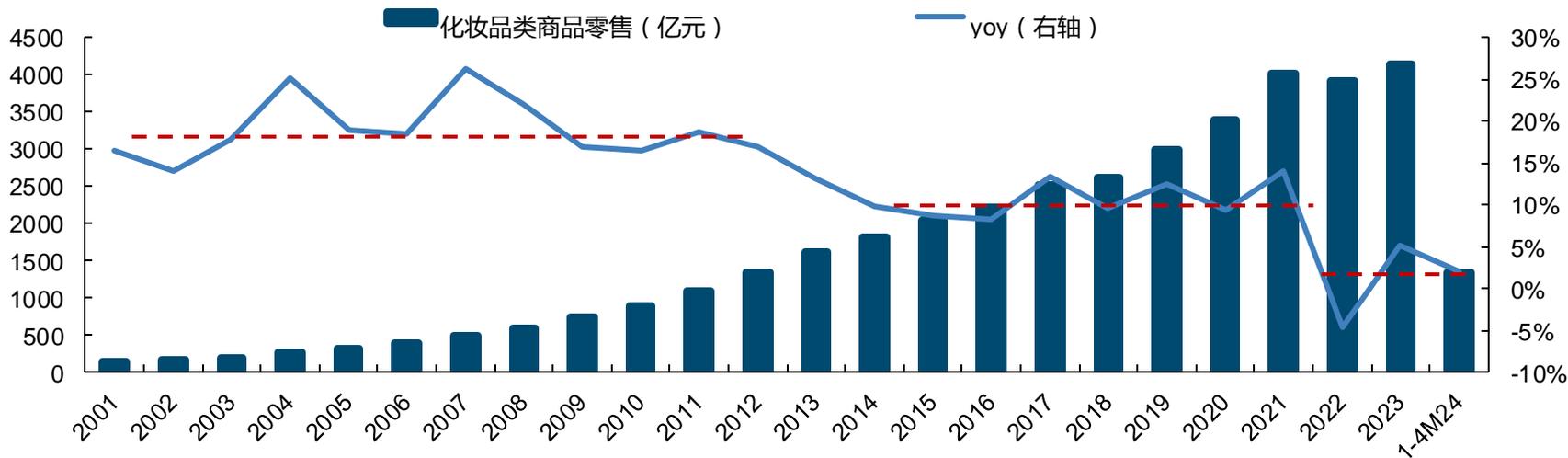
品牌定位	时尚快消品牌			国风品牌	化妆师品牌	
代表品牌	完美日记	稚优泉	橘朵	花西子	彩棠	毛戈平
21-23年市占率	6.3%→1.8% (↓)	0.9%→0.6% (↓)	1.5%→2.4% (↑)	6.5%→4.3% (↓)	0.7%→1.7% (↑)	1.4%→2% (↑)
母公司	逸仙电商	上海丰邑	橘朵	浙江宜格	珀莱雅	毛戈平
明星产品	名片唇釉、动物眼影	镜面水光唇釉、罐罐腮红泥	极细眼线、唇泥	空气散粉、玉养气垫	高光修容盘、三色遮瑕盘、三色腮红	鱼子酱气垫、双色遮瑕盘、光影高光膏
特点	品类齐全、SKU推新频率高，高性价比，擅用代言、联名等吸引年轻消费者			主打国风设计，在产品内容物、包材、营销等方面融入国风元素	打造明星化妆师IP，强调产品专业性	

2.3、“国产替代”后半程、竞争升维，国货品牌仍有增量空间

➤ β弱化，22年开始化妆品行业增速总体放缓、23年来平稳增长。

■ 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/23年/1-4M24年化妆品零售额增速-4.5%/+5.1%/2.1%、低于同期限额以上商品零售总额1.9%/5.5%/4%的增速，我们认为主要系渗透率增速放缓同时叠加大促透支、消费者在手库存居高。

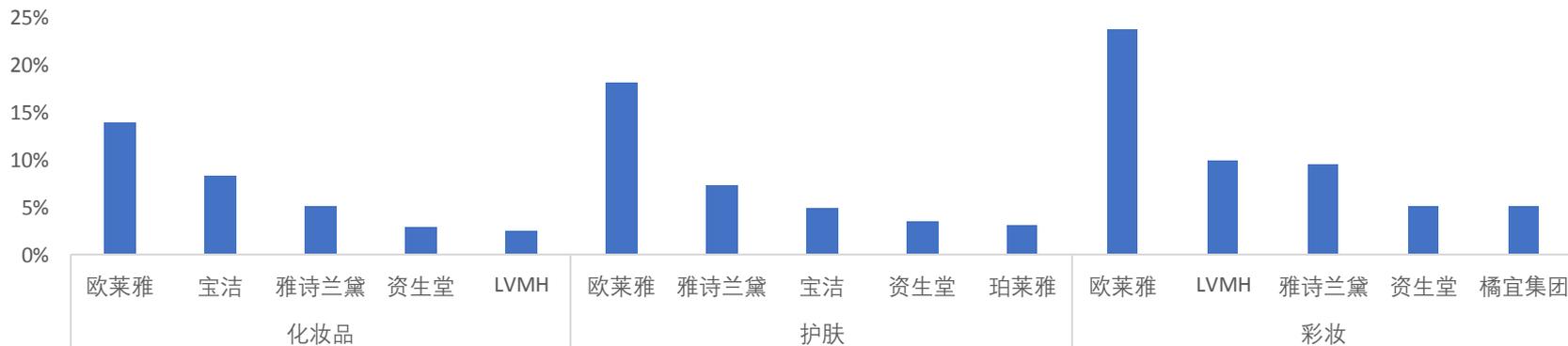
图：22年化妆品社零总体增速放缓，23年来平稳增长



资料来源：国家统计局，国金证券研究所

- ▶ 大单品矩阵、多品牌矩阵是龙头进一步做大必要条件，背后考验的是以数字化、大中台能力、组织边界及灵活度等为代表的平台型能力
- 23年我国化妆品/护肤/彩妆TOP 5公司以国际集团占主导，其中珀莱雅、橘宜集团市占率在护肤/彩妆分别排第5，且较第1、第2差距较大
- 参考较为成熟的日本化妆品市场（已完成品牌本土化），2013-2022年日本护肤&彩妆市场本土品牌市场份额稳定在50%-60%区间，且头部品牌大多为本土品牌。2022年日本护肤/彩妆市场TOP1品牌分别为DHC、Maquillage，市占率分别为4.4%、6.4%。

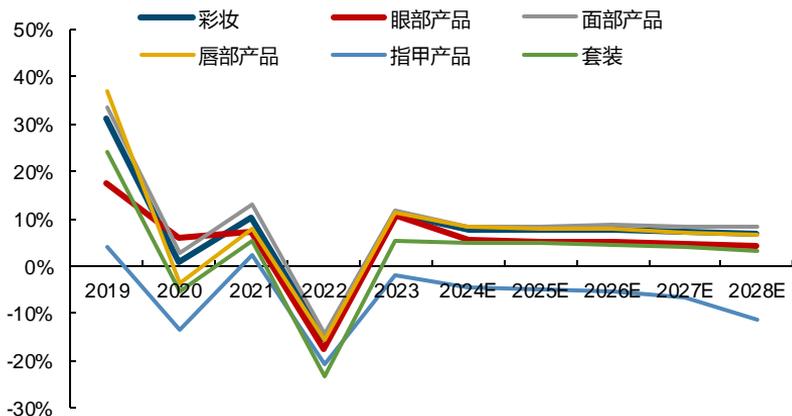
图：23年我国化妆品/护肤/彩妆TOP 5公司



➤ 看好国货品牌在成长性优的核心底妆类目突围

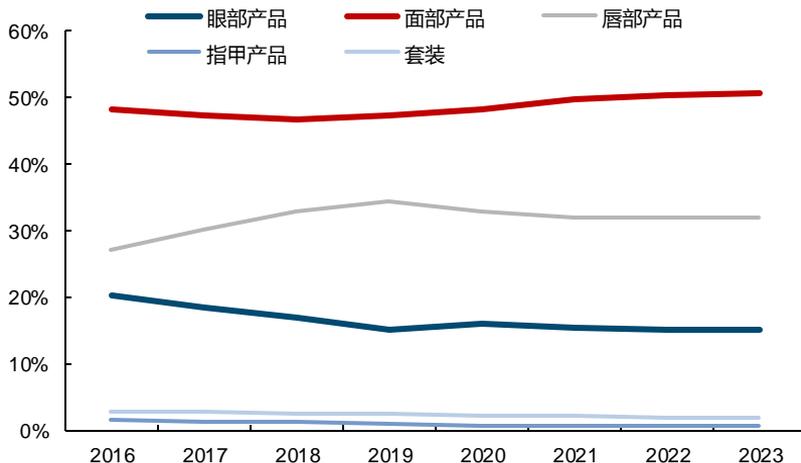
- 彩妆细分类目成长性：面部产品>唇部产品>眼部产品>套装，根据欧睿数据2023-2028E 面部产品、唇部产品、眼部产品CAGR为8.4%、7.6%、4.9%，其中面部产品、唇部产品高于彩妆品类总体7.5%的增速，面部产品受益底妆产品刚需性和产品升级、增速最快。
- 彩妆细分类目规模占比：面部产品>唇部产品>眼部产品，23年我国眼妆/面部彩妆/唇妆市场规模92.4/312.5/197.8亿元、分别占比15%/51%/32%。

图：我国彩妆及其细分类目市场增速



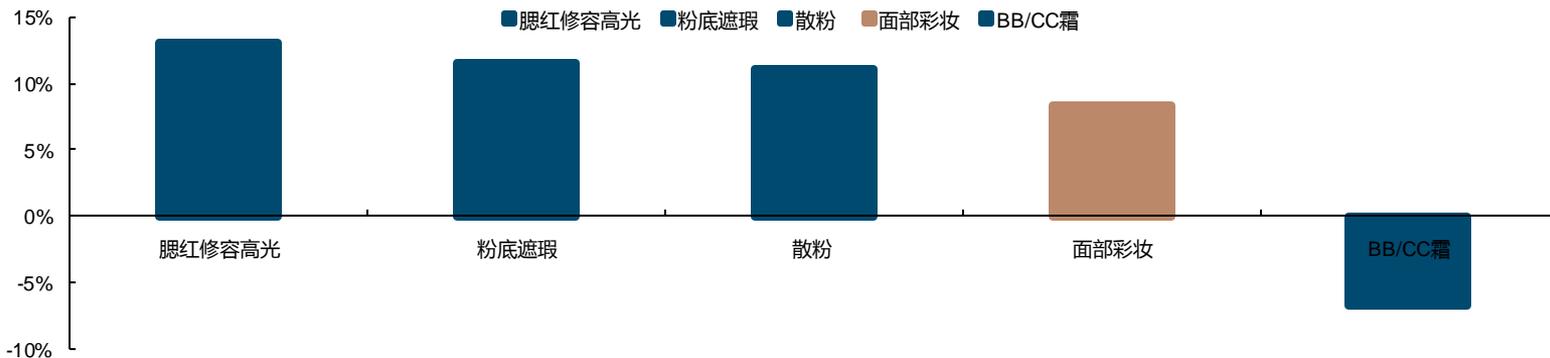
资料来源：欧睿数据，国金证券研究所

图：我国彩妆细分类目市场规模占比



- 面部彩妆更细分类目成长性：腮红修容高光>粉底遮瑕>散粉，根据欧睿数据2023-2028E 腮红修容高光、粉底遮瑕、散粉CAGR为13.1%、11.5%、11%。
- 眼部彩妆、唇部彩妆因代工市场成熟、进入壁垒较低、国货品牌擅长打造爆品模仿爆品等率先推进“国产替代”，根据久谦数据，23年、1-4M24 天猫TOP 20榜单中超过一半为国货品牌，TOP 10榜单中国货品牌占据主导，23年眼部彩妆TOP 20品牌市占率54.9%、其中国货品牌合计市占率31.7%；唇部彩妆TOP 20品牌市占率75%、其中国货品牌合计市占率30.8%。
- 面部彩妆需要考虑不同肤质、妆感、持妆效果等进入壁垒较高，国货品牌市占率仍较低，但部分品牌突围已取得成果。以壁垒最高的粉底液品类为例，据久谦数据，23年粉底液TOP 20市占率75.2%，其中国货品牌合计14.7%。

图：面部彩妆更细分类目成长性：腮红修容高光>粉底遮瑕>散粉



资料来源：欧睿数据，国金证券研究所

2.4、

国产替代空间二：成长性优、国货品牌市占率仍较低的细分赛道

表：粉底液品类国货品牌市占率仍较低

粉底液						眼部彩妆						唇部彩妆					
2023	GMV	市占率	1-4M24	GMV	市占率	2023	GMV	市占率	1-4M24	GMV	市占率	2023	GMV	市占率	1-4M24	GMV	市占率
雅诗兰黛	467	15.2%	雅诗兰黛	114	14.2%	3ce	263	8.6%	3ce	67	8.9%	圣罗兰	475	9.2%	圣罗兰	113	8.5%
兰蔻	286	9.3%	兰蔻	66	8.2%	Judydoll	165	5.4%	橘朵	45	6.0%	Into You	359	6.9%	Into You	85	6.4%
娜斯	196	6.4%	卡姿兰	56	7.0%	卡姿兰	116	3.8%	卡姿兰	33	4.3%	珂拉琪	308	6.0%	香奈儿	84	6.3%
卡姿兰	178	5.8%	恋火	42	5.2%	Kiss Me	100	3.3%	小奥汀	26	3.5%	魅可	264	5.1%	迪奥	64	4.9%
魅可	158	5.1%	毛戈平	37	4.6%	珂拉琪	98	3.2%	花洛莉亚	25	3.3%	迪奥	250	4.8%	酵色	64	4.8%
恋火	118	3.8%	娜斯	37	4.6%	花洛莉亚	96	3.1%	Kiss Me	22	2.9%	三熹玉	243	4.7%	魅可	64	4.8%
植村秀	113	3.7%	阿玛尼	27	3.4%	小奥汀	87	2.8%	Ukiss	21	2.8%	香奈儿	228	4.4%	珂拉琪	54	4.0%
阿玛尼	112	3.6%	植村秀	25	3.1%	花西子	87	2.8%	衰败城市	21	2.8%	酵色	215	4.2%	兰蔻	53	4.0%
毛戈平	111	3.6%	圣罗兰	24	3.0%	完美日记	85	2.8%	Unny Club	20	2.6%	阿玛尼	202	3.9%	卡姿兰	51	3.8%
圣罗兰	90	2.9%	魅可	23	2.9%	Unny Club	81	2.7%	香奈儿	18	2.3%	兰蔻	194	3.7%	阿玛尼	51	3.8%
半分一	85	2.7%	彩棠	20	2.4%	Ukiss	80	2.6%	花西子	15	2.0%	卡姿兰	167	3.2%	3ce	50	3.8%
蜜丝婷	54	1.8%	蜜丝婷	18	2.3%	衰败城市	72	2.3%	花知晓	12	1.6%	汤姆福特	163	3.1%	完美日记	38	2.9%
玫珂菲	50	1.6%	美宝莲	17	2.1%	艾杜纱	69	2.3%	完美日记	12	1.6%	完美日记	148	2.9%	皮可熊	31	2.3%
娇兰	48	1.6%	优沃朵	16	2.0%	植村秀	53	1.7%	珂拉琪	12	1.5%	纪梵希	140	2.7%	蜜丝婷	31	2.3%
美宝莲	48	1.5%	香奈儿	15	1.9%	美宝莲	49	1.6%	健美创研	11	1.5%	花知晓	123	2.4%	TF	27	2.0%
肌肤之钥	47	1.5%	ZELENS	12	1.5%	健美创研	37	1.2%	美宝莲	11	1.5%	皮可熊	120	2.3%	花知晓	22	1.7%
彩棠	44	1.4%	方里	11	1.3%	香奈儿	36	1.2%	艾杜纱	9	1.2%	橘朵	82	1.6%	Red Chamber	20	1.5%
欧莱雅	37	1.2%	迪奥	10	1.3%	AKF	36	1.2%	植村秀	9	1.2%	花西子	71	1.4%	橘朵	20	1.5%
ZELENS	36	1.2%	SUQQU	9	1.1%	Nyx	35	1.1%	酵色	9	1.2%	路铂廷	67	1.3%	花洛莉亚	15	1.2%
香奈儿	35	1.1%	娇兰	8	1.0%	凯朵	34	1.1%	珂莱欧	8	1.1%	娜斯	62	1.2%	娜斯	15	1.1%

03 投资策略

3.1、投资策略：聚焦产业链“国产替代”主线，挖掘向上趋势

- “国产替代”贯穿化妆品产业链，从产品进阶至“芯片”（原料），“中国成分”以及国货品牌崛起，推荐三条投资主线：
 - 细分成长赛道龙头，兼备第二增长曲线，势能望持续向上：1) 高景气“中国成分”重组胶原蛋白龙头：推荐巨子生物、关注锦波生物；2) 全球防晒剂龙头：科思股份（新老防晒剂仍景气，中长期洗护/美白/润肤等新系列打开成长空间）；3) 国货品牌市占率低的底妆类目龙头：关注毛戈平
 - 平台型雏形初现，业绩兑现确定性强，长期看好：珀莱雅
 - 产品/渠道/组织逐步理顺，业绩望迎来拐点向上：关注贝泰妮

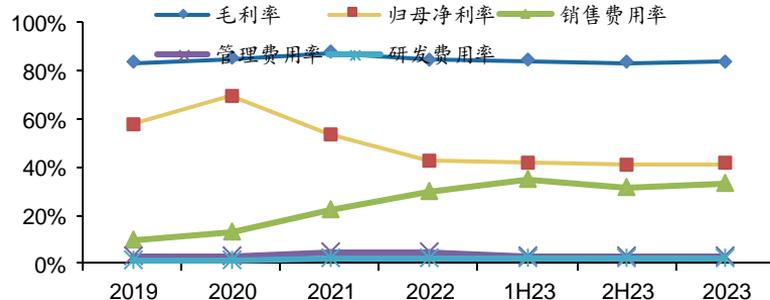
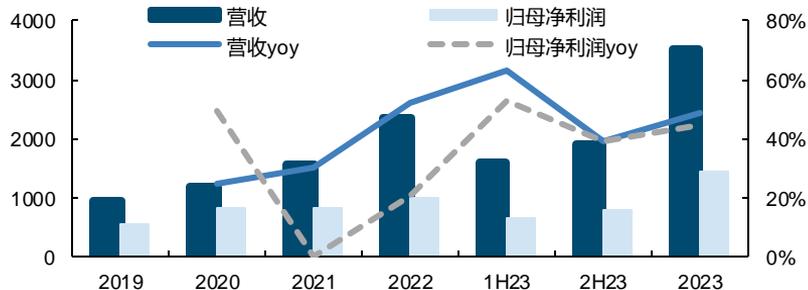
3.2、个股推荐：巨子生物

➤ 巨子生物：医美产品望年中落地，期待业绩&估值迎来双重提振

- 护肤：大单品能力得验证，明星成分持续储备助力产品矩阵逐步完善。1) 可复美：2年成功打造次抛精华（估算23年收入超8亿、占比超30%），23年密集上新&产品升级；展望24年，持续主推胶原修护系列、夯实消费者心智，大单品胶原棒聚焦社交声量提升&人群和场景破圈&产品升级，向上增长仍有空间，4月上新焦点面霜、期待霜类产品发力，补水安敏+秩序系列基本成型、进一步丰富品牌维度，敷料维持稳健增长。2) 可丽金：23年聚焦人货场调整，嘭嘭次抛、大膜王销售亮眼；24年持续深化重组胶原蛋白抗老心智，胶卷系列陆续亮眼，加大投放+发力科学传播。
- 医美产品有望年中落地。1) 强研发实力：储备40+种重组胶原蛋白分子库（包括 I / II / III型全长）；2) 储备4款医美产品、适应症定位清晰：液体（水光）/固体（改善鱼尾纹）拿证节奏有序推进，凝胶（针对中重度颈纹）+交联凝胶（针对中重度法令纹）预计25年获证上市；3) 渠道及团队：前期推广胶原蛋白敷料、可丽金星光已培育出较为成熟的医美渠道及团队。

图：巨子生物23年业绩超预期（单位：百万元）

图：2H23净利率同比环比均提升



资料来源：巨子生物公司公告，国金证券研究所

3.2、个股推荐：科思股份

➤ 科思股份：成长性释放、迈向全球个护原料龙头

- 供需紧张格局延续，1H24防晒剂新品价格望维持高位，防晒剂老品中OCT价格3Q23末估算双位数下降（1H24延续调整后的价格）、AVB/HMS等价格维稳。
- 展望24年增量来自，1) 防晒剂新品新扩产能释放、销量望翻倍增长：PS/PA/EHT 3Q23扩产完成、预计24年加速放量，同时PS美国FDA认证预计24年获实质性进展、将进一步打开需求；2) 个护原料（PO&氨基酸表活）3Q23投产、大客户宝洁/联合利华验证有序推进，预计2Q24开始出货。
- 中长期看，25年马来西亚工厂投产（1万吨防晒剂项目）望凭借关税和成本优势助力进一步拓展美国市场、增厚利润；技术/客户协同助力新品拓展，研发项目储备包括润肤剂、护发调理剂、高效保湿剂等，有望陆续落地。

表：预计科思股份预计24-26年归母净利润9.56/11.70/13.82亿元、同比+30%/+22%/+18%

公司基本情况						
项 目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,090	1,765	2,400	3,432	4,263	5,113
营业收入增长率	8.13%	61.85%	35.99%	43.02%	24.19%	19.96%
归母净利润（百万元）	133	388	734	956	1,170	1,382
归母净利润增长率	-18.72%	192.13%	89.00%	30.27%	22.40%	18.18%
摊薄每股盈利（元）	1.177	2.292	4.332	2.82	3.45	4.08
净资产收益率	8.36%	19.95%	27.93%	25.36%	29.70%	28.50%
市盈率（倍）	53.67	22.75	14.36	13.05	10.66	9.02
市净率（倍）	4.49	4.54	4.01	3.31	3.17	2.57

3.2、个股推荐：锦波生物

➤ 锦波生物：看好24年业绩兑现，国际化+管线储备蓄力中长期

- 短中期增量：国际化起步、合作欧莱雅护肤线&修丽可医美线，出海扬帆起航。加深与欧莱雅集团合作，共同深化消费者教育。1) 原料：欧莱雅小蜜罐添加首添重组胶原蛋白并作为营销和宣传重点；2) 代工：修丽可铂研胶原针（系公司此前获批的注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液）正式发布，每毫升含量2mg冻干纤维。3) 优先进行东南亚市场的开拓。
- 中长期：面部产品看填充技术突破进展，妇科等严肃医疗领域具备做大空间。公司妇科用重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维项目已于2023年年中提交产品申报、预计24年拿证，压力性尿失禁项目、面中部增容项目已接近临床尾声。1) XVII型重组胶原蛋白：23年7月“薇莱美”正式发布（深层修复基底膜带，实现表皮细胞焕新，根源对抗衰老）；2) 兰蜜：私密抗衰热度抬升、发展前景可期；3) 支撑性突破后，有望替代部分高端玻尿酸、再生类、动物源胶原蛋白产品。

图：锦波生物与欧莱雅集团合作



资料来源：修丽可微信公众号，欧莱雅天猫旗舰店，国金证券研究所

3.2、个股推荐：期待困境反转—贝泰妮

- 品牌矩阵逐步完善，覆盖“高端（AOXMED）+功效线（薇诺娜、薇诺娜宝贝、贝芙汀）+大众（姬芮&泊美）”，主品牌薇诺娜2.0战略迈入建设敏感肌皮肤健康新时代，期待产品/组织结构逐步理顺后业绩持续改善。
- 预计24-26年归母净利润10.1/12.6/15.1亿元，同增34%/24%/20%。

表：预计贝泰妮24-26年归母净利润10.1/12.6/15.1亿元，同增34%/24%/20%

公司基本情况						
项 目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,022	5,014	5,522	6,898	8,402	10,108
营业收入增长率	35.64%	24.65%	10.14%	24.91%	21.81%	20.30%
归母净利润（百万元）	863	1,051	757	1,014	1,255	1,510
归母净利润增长率	58.77%	21.82%	-28.01%	34.01%	23.70%	20.39%
摊薄每股盈利（元）	2.037	2.482	1.787	2.394	2.962	3.566
每股经营性现金流净额	2.72	1.82	1.44	1.74	2.85	3.42
净资产收益率	18.15%	18.93%	12.91%	15.43%	16.84%	17.76%
市盈率（倍）	94.39	60.14	38.16	22.40	18.11	15.04
市净率（倍）	17.13	11.39	4.93	3.46	3.05	2.67

3.2、个股推荐：珀莱雅

➤ 珀莱雅：平台型雏形初现，业绩兑现能力强

- 展望24年，主品牌珀莱雅聚焦产品升级，继续发力源力+红宝石+双抗三大系列、加码能量系列，防晒新品矩阵贡献增量；彩棠组织优化、“重仓”底妆品类；OR防脱&控油系列持续渗透；悦芙媿性价比突出、适合油皮&功效可感知，持续突破大众年轻消费群体；洗护新品牌惊时上市、定价百元左右价位带，主打头皮微生态护理。
- 持续引领行业变革的本土美妆集团，成长性&业绩兑现能力强，预计24-26年归母净利润14.77/17.95/21.38亿元，同比+24%/+22%/+19%

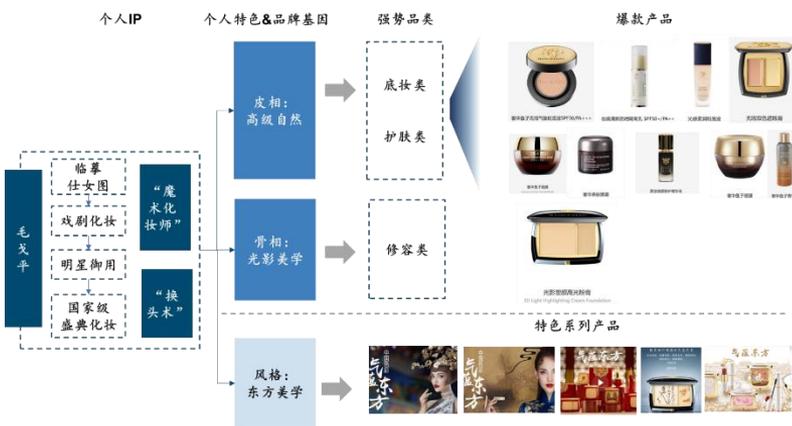
表：珀莱雅盈利预测

公司基本情况						
项 目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,633	6,385	8,905	10,944	13,229	15,677
营业收入增长率	23.47%	37.82%	39.45%	22.90%	20.88%	18.50%
归母净利润（百万元）	576	817	1,194	1,477	1,795	2,138
归母净利润增长率	21.03%	41.88%	46.06%	23.74%	21.54%	19.07%
摊薄每股盈利（元）	2.866	2.883	3.009	3.723	4.525	5.388
每股经营性现金流净额	4.13	3.92	3.70	5.26	4.49	6.20
净资产收益率	20.03%	23.19%	27.45%	27.71%	28.01%	27.79%
市盈率（倍）	72.68	58.09	33.03	30.35	24.97	20.97
市净率（倍）	14.55	13.47	9.07	8.41	7.00	5.83

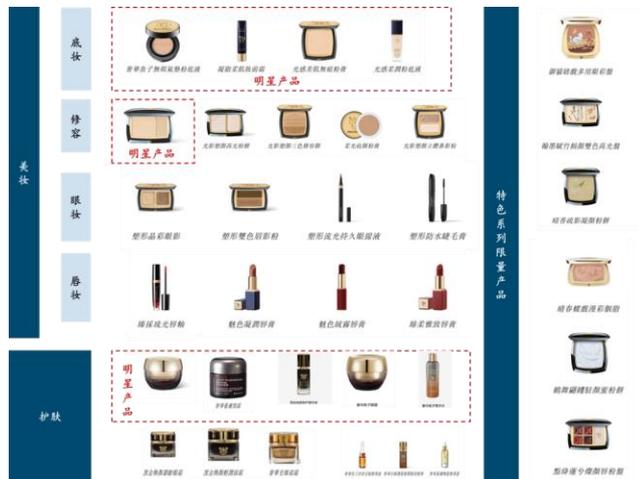
3.2、 个股推荐：毛戈平

- MAOGEPING是国内少数定位高端且拥有完整护肤线的专业彩妆师品牌，以个人IP为基础，打造强势品类+明星产品+现象级营销。2023彩妆和护肤收入均显著增长，同比+61.8%/+50.2%；盈利水平高于同业，2021-2023年净利率分别为21.0%、19.2%、23.0%。
- 根据欧睿数据，18年来毛戈平品牌在我国彩妆行业市占率持续提升，23年市场份额为2%、排名第15（市占率第一品牌为YSL、市占率6.4%）。

图：个人IP打造爆款产品的底层逻辑



图：形成以明星产品为核心多元化产品矩阵



4、风险提示

- 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。
- 技术发展不及预期：在生物医用材料、组织工程领域，对重组胶原蛋白材料的活性/纯度等要求较高，若技术发展不及预期、应用进程或放缓，影响相关公司业绩。
- 产业化进程不及预期：产品渗透速度一方面取决于产品功效和效果，另一方面取决于产能，若产业化进程不及预期，产品放量节奏或将被产能限制拖累。
- 产品获批进度不及预期：医疗类产品必须经过产品技术要求制定和审核、注册检测或临床试验、质量管理体系考核和注册审批等阶段，才能获得国家药品监督管理局等监管部门颁发的产品注册证书。若产品不能如期获批上市，或将影响相关公司业绩成长性。

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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题