

行业评级：看好（首次）  
证券研究报告 | 行业专题报告  
美容护理  
2025年1月3日



# 国货替代逻辑持续兑现，弱复苏背景下凸显强 $\alpha$

## ——化妆品行业2025年度投资策略

证券分析师

姓名：丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

姓名：王悦

wangyue03@huayuanstock.com

## ■ 2024年行业发展回顾

- 零售表现：需求持续恢复，居民消费潜力或进一步释放；
- 渠道变革：渠道红利整体趋缓，主流电商竞争加剧；
- 品牌分化：国产替代逻辑持续演绎，头部国货依托产品及渠道竞争突围；
- 推新节奏：国货上新在量价双维度均超外资品牌。

## ■ 2025年行业机会展望

- 产品：高性价比消费趋势延续，利好大众价格带国货品牌；
- 成分：重组胶原蛋白赛道景气度高，供给端催化需求扩容。

## ■ 投资建议

- 国货替代逻辑持续兑现，建议关注基本面坚挺且业绩增长确定性较高标的。消费细分赛道中，美护板块前期跌幅大、可选属性较强且具备高成长性，估值经历两年调整，位于历史分位下限，在反弹背景下具备较大相对优势，我们认为刺激消费链条传导或将驱动美护板块迎来估值提升及业绩改善。展望25年，抖音高增态势或趋缓，叠加直播生态或将逐渐回归电商本质，超头话语权或进一步弱化，电商格局有望趋向平稳，未来国货龙头仍有望凭借品牌+产品+渠道+管理多重优势强势领跑，建议关注巨子生物、珀莱雅及润本股份。

## ■ 风险提示

- 政策变动风险；行业竞争加剧风险；电商渠道竞争加剧风险；新品孵化风险。

# 主要内容

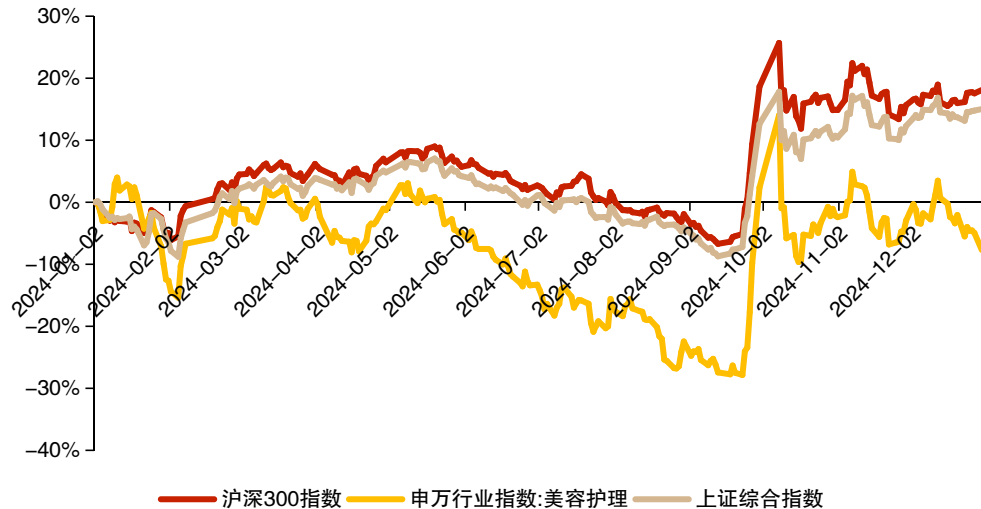
---

1. 2024年行业发展回顾
2. 2025年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

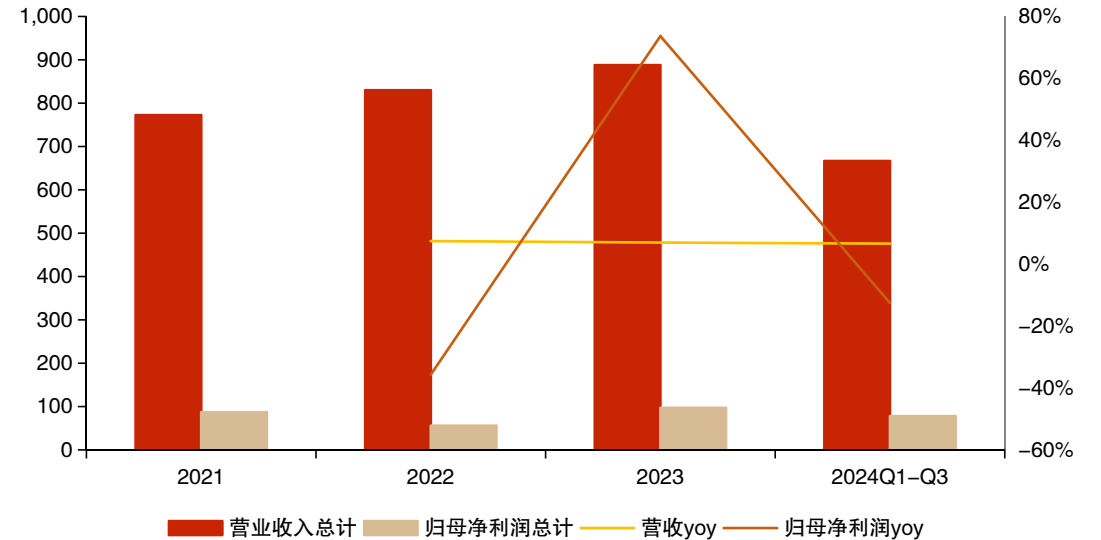
# 1.1 板块表现：板块整体表现弱于大盘，板块利润端小幅承压

- 24年化妆品板块表现：板块整体表现弱于大盘，板块利润端小幅承压。
- 板块行情：截至2024年12月30日，SW美容护理指数收盘为4441.6点，2024年1月2日-2024年12月30日，SW美容护理指数累计下跌7.7%、跑输沪深300指数25.8pct，板块持续性承压。
- 板块业绩：基于消费弱复苏背景下，消费者信心指数表现疲软，美护作为可选消费，复苏态势相对温和，2024年前三季度板块总营业收入为666.5亿元，同比增长6.6%，板块归母净利润为77.8亿元，同比下滑12.5%。

图：2024年年初至今美容护理板块及上证指数累计涨跌幅情况



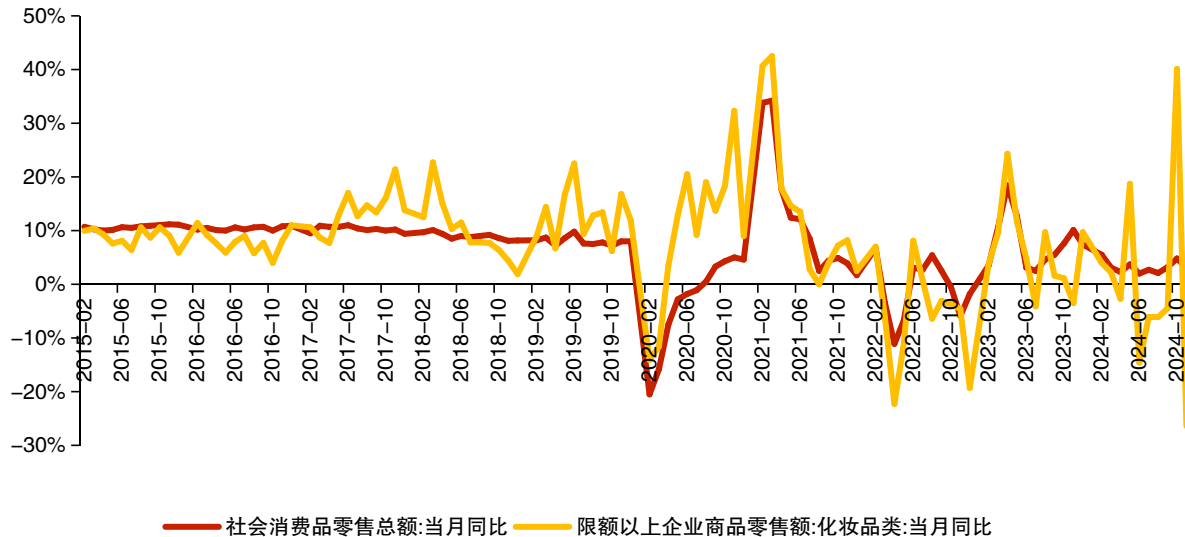
图：2021-2024Q3美容护理板块营业收入和归母净利润总计（亿元）及同比情况



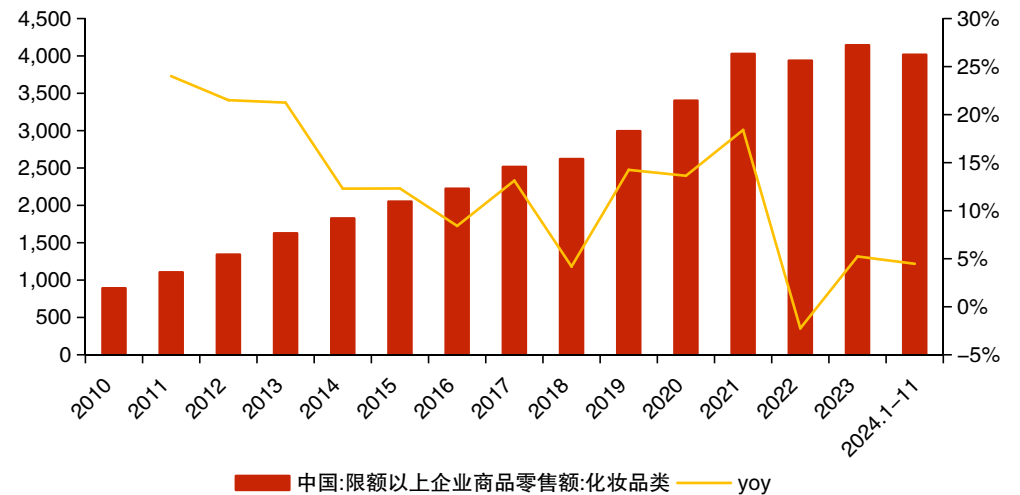
# 1.2 零售表现：需求持续恢复，居民消费潜力或进一步释放

- **24年化妆品零售表现：需求持续恢复，居民消费潜力或进一步释放。**
- **复盘行业发展：2015-2021年**，化妆品行业处于高景气度，此阶段国货品牌市场份额提升的核心驱动力来自于渠道切换下的红利释放（线下渠道→传统电商→兴趣电商），行业渗透率及客单价稳步提升；2021年以后，随着行业渗透率提升至一定水平叠加渠道红利趋于减弱，行业增速逐步放缓，品牌竞争逐渐加大。
- **24年化妆零售市场表现：24年1-11月**，中国限额以上化妆品零售额累计达4015亿元，同比小幅增长4%，其中，由于24年618和双11均较往年提前启动，且销售主要集中在大促活动前期，10月化妆品零售额同比增长40.1%，而11月销售额同比下跌26.4%，为24年单月最大跌幅，单月销售额跌破500亿元，为近4年11月销售额最低。结合10-11月来看，双月化妆品零售额同比增长4.2%，较23年同周期有所回暖。此外，12月政治局会议再次释放积极促消费政策信号，居民消费潜力或进一步释放。

图：2015-2024年11月中国社零及限额以上化妆品零售总额当月同比增速



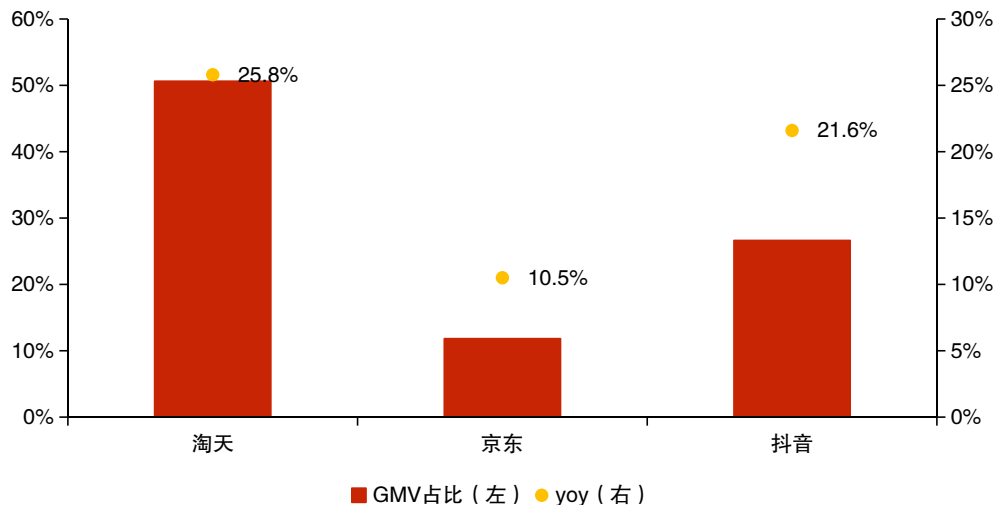
图：2010-2024年11月中国限额以上化妆品零售总额（亿元）及增速



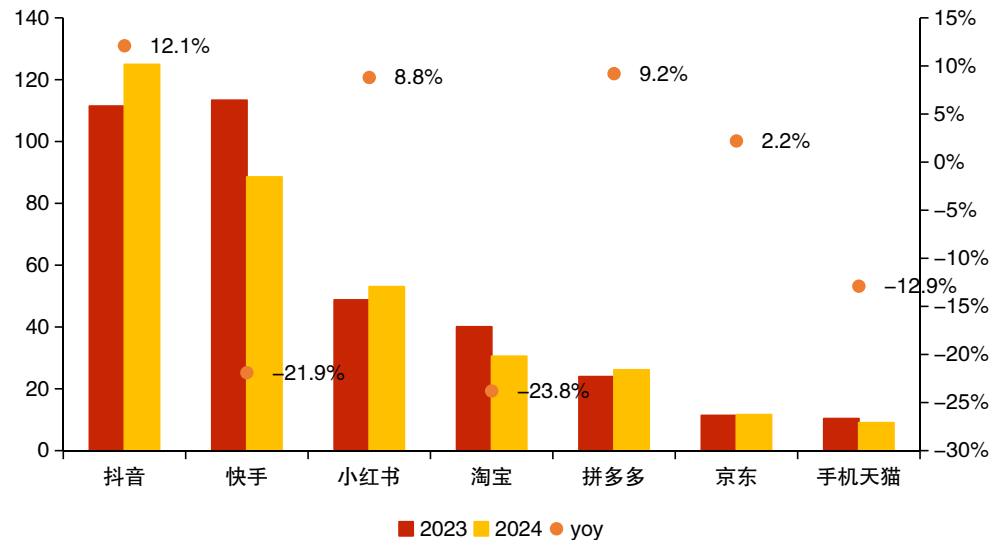
# 1.3 渠道变革：大促战线持续拉长，主流电商竞争加剧

- **24年化妆品渠道变革：大促战线持续拉长，主流电商竞争加剧。**
- 近年来线上渠道红利增速边际放缓，但内容电商（如抖音）增速表现亮眼，此外，在流量成本高企的背景下，24年内容电商渠道增速开始放缓，其增速中枢逐步向传统电商平台靠近，渠道竞争逐步加剧，24年双11各主流电商普遍将活动周期拉长至1个月左右，大促周期持续拉长背景下消费行为趋于理性。从用户人均单日使用时长来看，淘宝下滑幅度最大，达23.8%，抖音和拼多多分别增长12.1%和9.2%。
- **从市场规模来看**，根据青眼情报，截至11月11日零点，2024年双11线上渠道美妆预估GMV近1200亿元，同比增长22%，主因系今年各大平台均提前启动大促活动；
- **从渠道来看**，淘天渠道24年大促中仍占据领军地位，其GMV占整体市场比重达50.6%，淘天GMV同比增长25.8%，其次为抖音渠道，其占比达26.6%，抖音GMV同比增长21.6%，此外，京东GMV占比达11.8%，京东GMV同比增长10.5%。

图：2024年双十一主流电商平台GMV占比及GMV同比增速情况



图：2023-2024年双11期间主流电商平台单日人均使用时长(分钟)



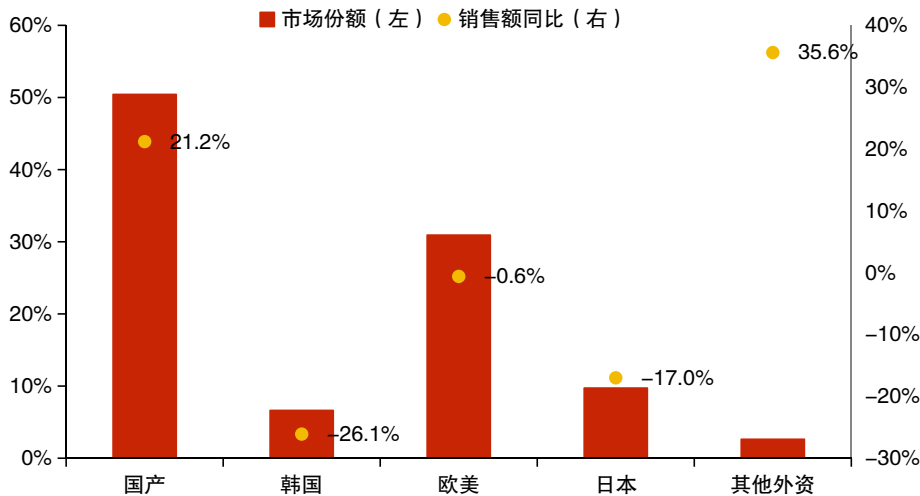
资料来源：青眼情报，《双11营销洞察报告2024》月狐，华源证券研究（包括内容：美妆类目=护肤+彩妆+香水类目；取数时间：淘天：2023年10月22日-11月11日，2024年10月8日-11月10日；京东：2023年10月23日-11月11日，2024年10月14日-11月10日；抖音：2023年10月20日-11月11日，2024年10月8日-11月10日；快手：2023年10月18日-11月11日，2024年10月10日-11月10日。）



# 1.4品牌分化：国产替代逻辑持续演绎，头部国货依托产品及渠道竞争突围

- **24年化妆品品牌分化：国产替代逻辑持续演绎，头部国货依托产品及渠道竞争突围。**
- 行业消费结构趋于回归性价比主导，理性消费背景下国际大牌业绩走弱，国货在分化中逐步崛起，根据青眼情报《2023年中国化妆品年鉴》，2023年国货美妆市占率达50.4%，首次超过外资品牌，我们认为国货崛起主要受益于行业竞争格局相对分散+国货自身品牌力持续提升+本土优势致使营销嗅觉敏锐。
- **从天猫品牌榜来看，双11期间TOP10品牌无显著变动，TOP4品牌更是保持稳定。同时，近3次大促中，国产品牌珀莱雅和薇诺娜始终居于前十，珀莱雅在大单品、营销、推新及管理维度均处于行业领先水平，连续三次大促稳居榜首；**
- **从抖音品牌榜来看，双11期间国产品牌与外资品牌平分秋色，近3次大促中抖音美妆品牌TOP10榜的排名波动较大，其中可复美基于所处重组胶原蛋白赛道处于高景气度，且其大单品增长势能迅猛，从23年双11榜单第十名跃升至24年双11榜单第四名，表现较为亮眼，韩束则凭借抖音短剧起势叠加高性价比红蛮腰套盒稳居榜单前两位。**

图：2023年各国化妆品市占率及销售额同比增速情况



图：2023-2024年天猫美妆历次大促品牌排行榜

排名	2023年双11	2024年618	2024年双11
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜
6	海蓝之谜	修丽可	赫莲娜
7	OLAY	赫莲娜	修丽可
8	修丽可	SK-II	SK-II
9	赫莲娜	OLAY	OLAY
10	娇兰	薇诺娜	薇诺娜

图：2023-2024年抖音美妆历次大促品牌排行榜

排名	2023年双11	2024年618	2024年双11
1	珀莱雅	韩束	珀莱雅
2	韩束	珀莱雅	韩束
3	雅诗兰黛	赫莲娜	欧莱雅
4	海蓝之谜	雅诗兰黛	可复美
5	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛
6	兰蔻	后	赫莲娜
7	赫莲娜	欧莱雅	海蓝之谜
8	后	可复美	自然堂
9	SK-II	海蓝之谜	薇诺娜
10	可复美	OLAY	兰蔻

资料来源：青眼情报，华源证券研究（注：右两表格排名按照GMV大小排序，右二表格取数时间：2024/10/8-11/10;2024/5/20-6/20;2023/10/22-11/11；右三表格取数时间：2024/10/18-11/10;2024/5/24-6/18;2023/10/20-11/11。）



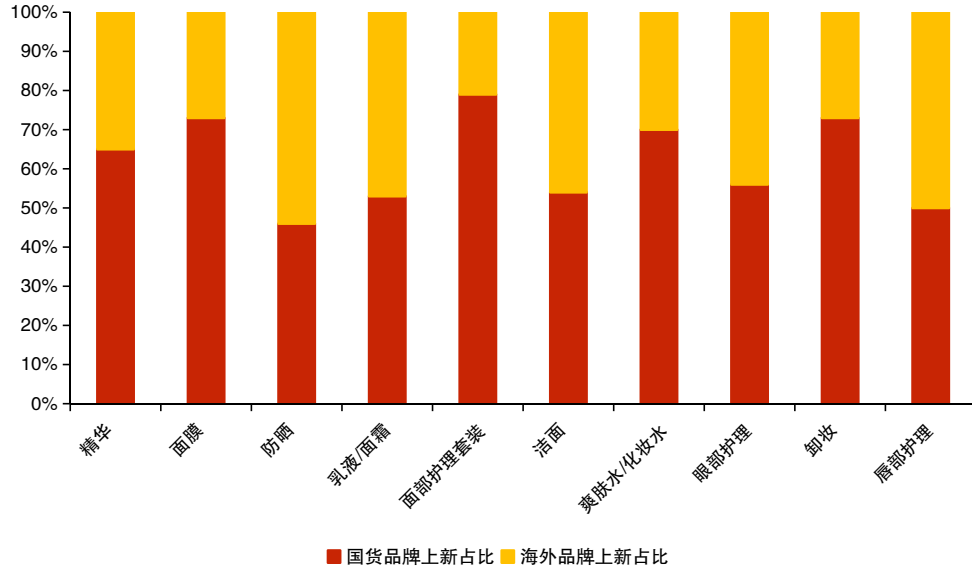
# 1.5推新节奏：国货上新在量价双维度均超外资品牌

- 24年化妆品推新节奏：国货上新在量价双维度均超外资品牌。
- 从数量维度来看，精华为主流上新品类，除防晒品类外，国货品牌在其他品类的上新数量均超过海外品牌上新个数，当前新品成为国货品牌突围竞争的关键一环；
- 从销售额维度来看，面护套装凭借较高均价超越精华，成为销售额最高的细分品类。此外，面膜品类销售额同比下滑，新品表现较23年同期有所下滑；海外品牌在防晒及眼部护理品类销售较高，其余品类均为国货品牌表现更亮眼。

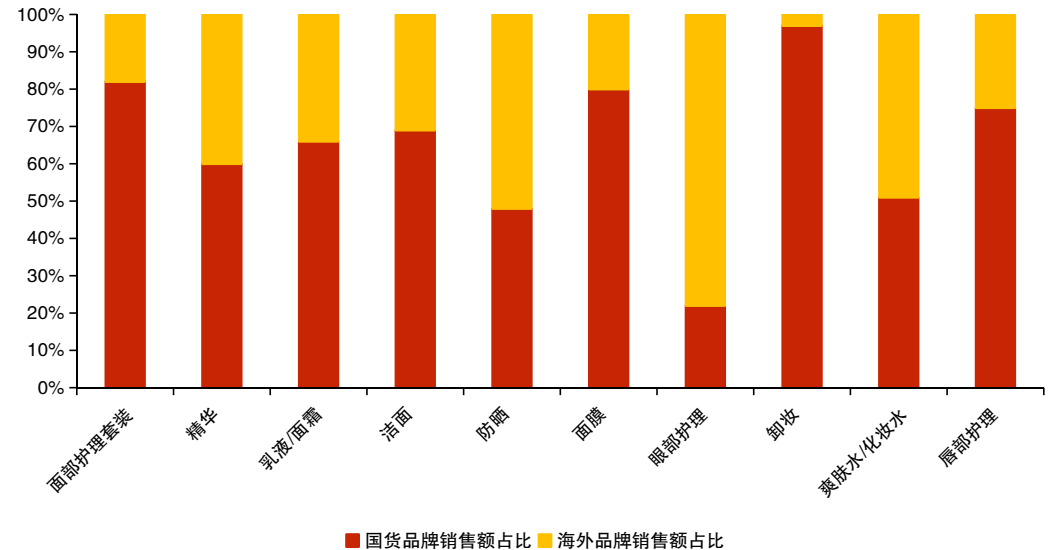
图：2024年上半年护肤品牌新品上新数（个）及占营收比重情况

排名	品牌	上新数	新品对品牌营收贡献占比	排名	品牌	上新数	新品对品牌营收贡献占比
1	珀莱雅	7	15%	8	欧诗漫	2	20%
2	韩束	3	12%	9	薇诺娜	3	12%
3	兰蔻	3	11%	10	且初	2	84%
4	玉兰油	3	12%	11	理肤泉	2	16%
5	欧莱雅	4	6%	12	至本	2	27%
6	C咖	2	53%	13	优时颜	3	40%
7	谷雨	6	14%	14	可复美	8	9%

图：2024年上半年护肤细分品类上新数情况



图：2024年上半年护肤细分品类销售额情况



资料来源：flywheel数据库，华源证券研究（注：下方两图表横轴按上新数/销售额由左到右排行）



# 主要内容

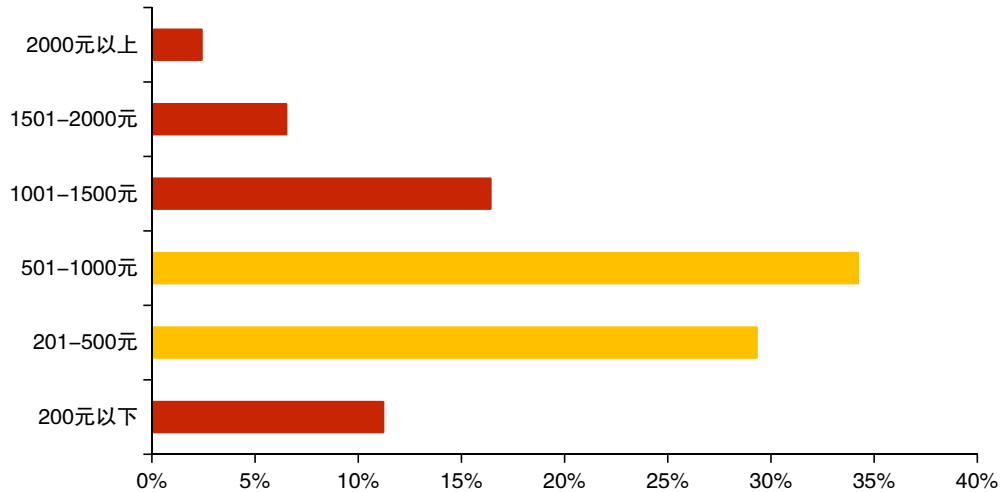
---

1. 2024年行业发展回顾
2. 2025年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示

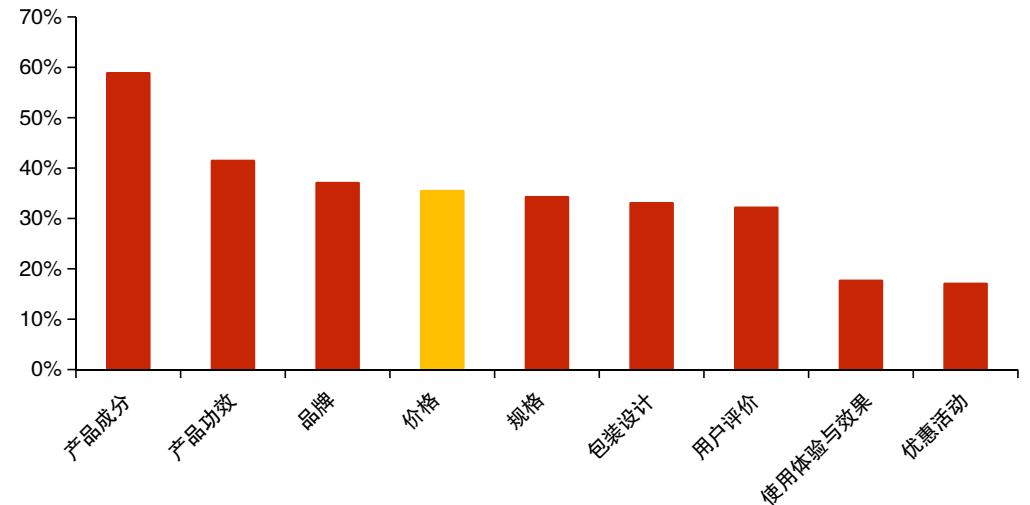
## 2.1 产品：高性价比消费趋势延续，利好大众价格带国货品牌

- **结构主线：高性价比消费趋势延续，利好大众价格带国货品牌。**
- **从月均消费区间来看**，根据艾媒咨询，2024年中国消费者的化妆品月均支出主要集中在201-500元及501-1000元两个区间，分别占比29.3%及34.2%，化妆品月均支出在1500元以上的高净值消费人群仅占8.9%；
- **从购买化妆品考虑因素来看**，2024年消费者在购买化妆品时关注因素依次为产品成分（58.8%）、产品功效（41.4%）、品牌（37.0%）及价格（35.4%），在消费逐渐回归理性背景下，当前阶段消费者更为注重化妆品的实用性、安全性及性价比，其行为受包装设计、明星代言等外在因素的影响相对较小。
- **高性价比消费趋势显著，消费回归理性。**受疫情影响，消费者心态发生明显改变，产品实用性和性价比或将成为消费决策重要因素，国货品牌价格带多为400元以下，且国货基于明显本土优势在渠道切换及趋势把控上均优于外资品牌，相比而言，外资品牌由于产品定价相对较高、市场运作模式相对僵化，面临中国市场快速变化时调整不及时。我们认为未来随着国内消费趋势趋于理性、重视性价比，国货替代逻辑或将持续演绎。

图：2024年中国化妆品消费者月均消费区间情况



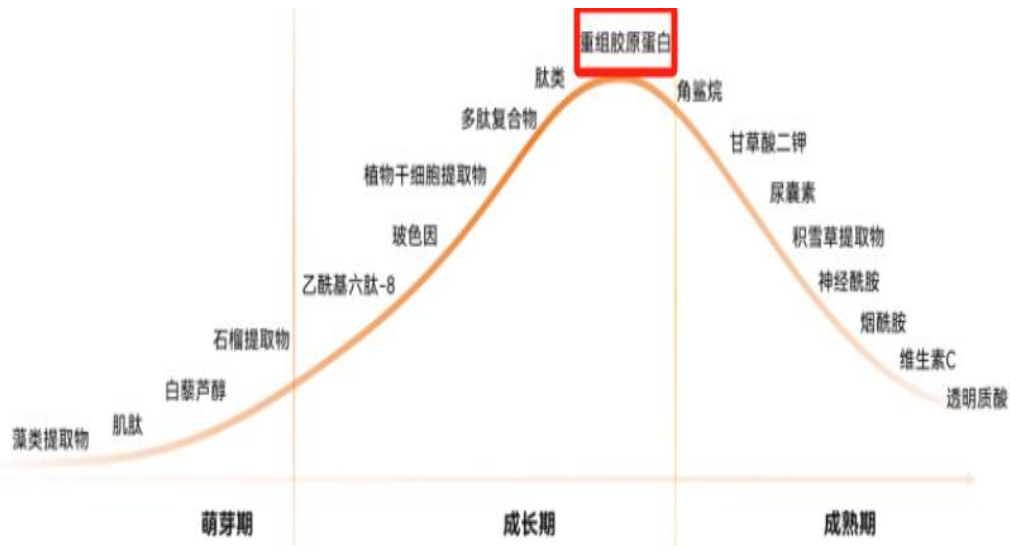
图：2024年中国消费者购买化妆品时考虑的因素



## 2.2成分：重组胶原蛋白赛道景气度高，供给端催化需求扩容

- 结构主线：重组胶原蛋白赛道景气度高，供给端催化需求扩容。
- 随着近年来“成分党”及“功效党”的崛起，消费者的护肤观念从基础保养转型至精细化功效。在此背景下，重组胶原蛋白基于其优秀的生物活性及更为灵活的加工性能在护肤赛道迅速突围，当前其渗透率处于较低水平，仍处在概念普及及认知深化的黄金发展期。在巨子生物旗下的可复美为代表的优质国货品牌成功将重组胶原蛋白作为核心成分成功打造大单品后，国内外头部化妆品厂商纷纷自研或与上游厂家合作并推出相关产品。我们认为头部品牌的入局或将进一步塑造重组胶原蛋白的消费者心智，驱动重组胶原蛋白市场进一步扩容。

图：各类热门成分所处生命周期阶段

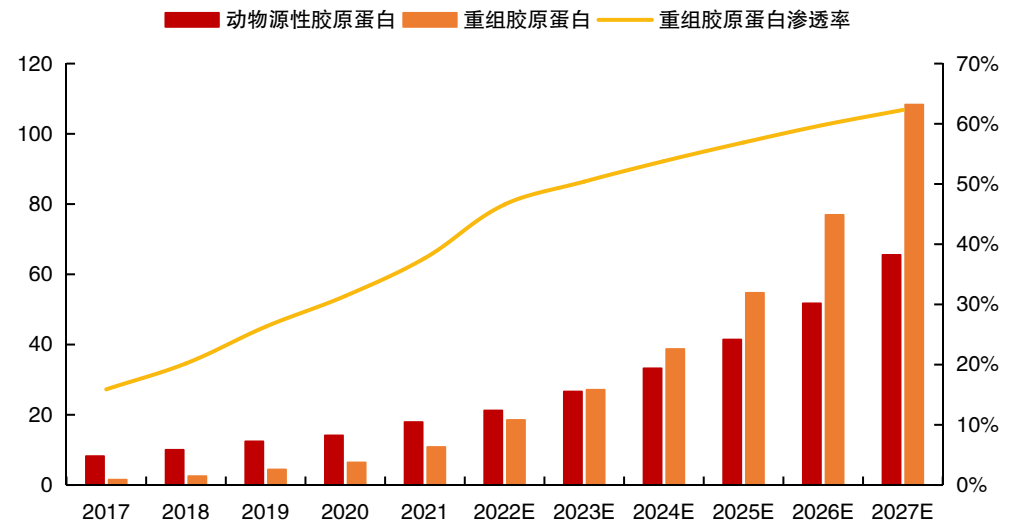


资料来源：动脉网，蛋壳研究院，青眼情报，弗若斯特沙利文，华源证券研究

图：2023-2024年中国重组胶原蛋白布局部分品牌

品牌名	上市/官宣时间	所属公司	重组胶原蛋白原料厂家
RHHC胶源丽	2025年2月	上美股份	聚源生物
哈三联	2024年5月	哈三联	聚源生物
REFINE芮芙盈	2024年5月	吴中美学	吴中美学
珀希妍VPRO	2024年3月	巨子生物	巨子生物
柯溢KeyC	2023年12月	福瑞达	福瑞达
医本通	2023年12月	鸿星尔克	聚源生物
ProtYouth	2023年	锦波生物	锦波生物

图：2017-2027年中国胶原蛋白按产品市场技术路径拆分市场规模（十亿元）



# 主要内容

---

1. 2024年行业发展回顾
2. 2025年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示



- 消费细分赛道中，美护板块前期跌幅大、可选属性较强且具备高成长性，估值经历两年调整，位于历史分位下限，在反弹背景下具备较大相对优势，我们认为刺激消费链条传导或将驱动美护板块迎来估值提升及业绩改善。展望25年，抖音高增态势或趋缓，叠加直播生态或将逐渐回归电商本质，超头话语权或进一步弱化，电商格局有望趋向平稳，未来国货龙头仍有望凭借品牌+产品+渠道+管理多重优势强势领跑。
- 建议关注：**基本面坚挺且业绩增长确定性较高标的。**
- **珀莱雅：**国货化妆品优质龙头，公司通过内生孵化+投资合作构造多品牌矩阵，24年618及双11大促期间，主品牌珀莱雅在天猫力压一众外资品牌登顶美妆类目TOP。我们认为公司大单品策略成效显著，主品牌珀莱雅成长路径清晰，彩棠处于高速增长阶段，强运营能力驱动多渠道发力，管理层组织效率优异，预计公司2024-2026年实现归母净利润15.4/19.6/23.4亿元，同比增速分别为29%/27%/19%。
- **巨子生物：**重组胶原赛道细分龙头，化妆品业务增速亮眼，可复美及可丽金天猫与抖音渠道增长亮眼，其较高增长主要源于产品及品牌势能的持续突破；此外，公司拥有完善的经销商体系且通过二类医疗器械产品奠定良好的渠道基础，预计重组胶原蛋白三类医疗器械获批后能快速铺开并放量。我们看好公司所处赛道具备高景气度，且公司化妆品板块的两大旗舰品牌势能向好，大单品增长势头持续高增叠加新品反馈良好，医美板块三类械重组胶原蛋白产品未来落地后有望提供新增长引擎，预计公司2024-2026年实现归母净利润分别为19.4/25.6/31.8亿元，同比增速分别为34%/32%/25%。
- **润本股份：**驱蚊&婴童赛道优质国货，成功打造优质的国货品牌形象，公司以“大品牌、小品类”战略持续发力婴童护理领域，2021年至今，婴童护理系列产品实现量价齐升，2022年婴童业务营收贡献首次超过驱蚊业务，且公司不断拓展完善婴童护理系列产品品类；此外，公司在驱蚊市场份额位于头部，成功塑造较为成熟的品牌心智。公司在维持线上较高增速的同时，计划开拓线下渠道，未来通过持续精细化拓宽品牌矩阵，公司业绩有望维持高速增长，预计公司2024-2026年实现归母净利润3.0/3.8/4.7亿元，同比增速分别为33%/26%/24%。

# 主要内容

---

1. 2024年行业发展回顾
2. 2025年行业机会展望
3. 重点覆盖标的
4. 风险提示





- **1) 政策变动风险:** 随着医疗器械行业的发展, 有关部门或进一步对企业生产经营执业许可、质量标准等方面提出更为严格的要求, 若公司未能匹配监管部门制定的政策标准, 或存在被处罚风险进而影响公司生产经营活动;
- **2) 行业竞争加剧风险:** 重组胶原蛋白赛道景气度高, 多家公司纷纷布局该赛道, 若公司产品策略及渠道投放不及预期, 或将影响产品销售收入;
- **3) 电商渠道竞争加剧风险:** 公司渠道营销未顺应市场趋势, 投放效果不及预期;
- **4) 新品孵化风险:** 若公司未能准确预测行业趋势及多元化市场需求并成功推出契合消费者需求的新品, 公司经营业绩或受不利因素影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES