

功效升级叠加品牌出清,美妆行业景气进入上行周期

第一创业证券研究所

分析师: 刘笑瑜

证书编号: S1080525070001

电话: 0755-23838239

邮箱: liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点:

- 化妆品需求拐点已经确认,行业景气进入上行阶段。2025 年以来化妆品类商品零售额同比明显修复,2026 年 3—7 月连续保持正增长,需求端已经摆脱 2024 年的低迷阶段。2026H1 贝泰妮、敷尔佳线上销售同步恢复,说明总量修复已经开始向企业收入端传导。
- 本轮增长核心来自功效升级,高价值产品正在承接消费预算。精华、面霜、防晒等高客单、高功效品类持续跑赢洁面、化妆水、面膜等基础护理,消费者支出正向抗衰、美白、修护、防晒等明确功效集中。敏感肌等细分赛道也在从基础舒缓向抗老、美白、防晒等复合功效延伸,功效化已经成为美妆需求增长的主线。
- 内容电商仍在扩容,但渠道红利已经转向品牌自营能力兑现。2025 年抖音美妆成交热度、销售热度和转化率均保持双位数增长,直播仍是美容护肤最主要的成交方式。2026H1 珀莱雅、贝泰妮、敷尔佳均呈现线上自营增长、分销收缩的共同特征,头部品牌正在通过内容、自播和精细化投放强化对流量与消费者的控制。
- 行业供给侧出清正在加速,新增需求将持续向头部品牌集中。2024—2025 年多个护肤品类品牌数量下降 20%—30%以上,但存量品牌 SKU 数量仍继续增长,弱品牌退出与头部扩品同步发生。功效研发、内容运营和自营渠道共同抬高竞争门槛,本轮景气向上同时伴随集中度提升,头部企业具备持续跑赢行业的基础。
- 头部企业已进入经营兑现阶段,利润弹性将成为下一阶段景气主线。贝泰妮 2026H1 扣非利润增速显著快于收入,经营拐点已经确认;珀莱雅进入主品牌放缓、第二品牌接力的多品牌扩张阶段;敷尔佳收入拐点已经出现,但利润仍滞后于规模扩张。整体看,本轮美妆景气已经由需求恢复向份额集中传导,下一阶段核心变化将进一步体现为头部品牌盈利改善。

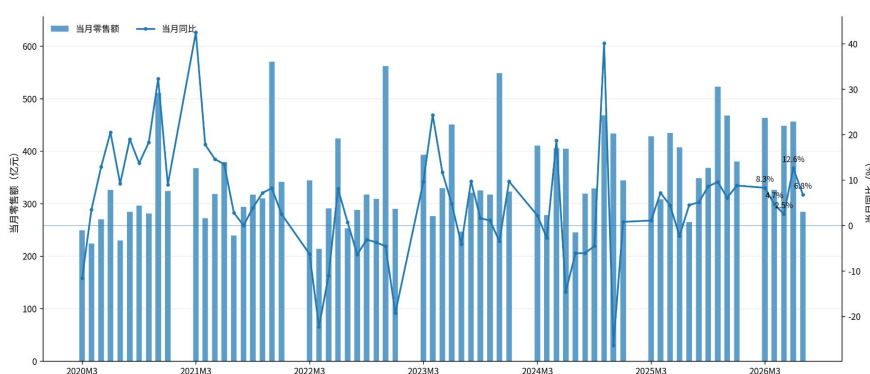
风险提示:

上述观点主要根据过去数据分析得出,可能因为后续行业竞争格局变化、产品价格下降、新品推广不如预期等原因,而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况。仅供投资分析时参考。

一、消费正在向高功效产品集中

2025 年以来化妆品消费需求已经进入修复通道，2026 年增速进一步抬升。2024 年化妆品类商品零售额当月同比曾多次出现负增长，其中 6—9 月同比均为负；进入 2025 年后需求明显改善，在已披露的 3—12 月数据中仅 6 月同比下降 2.3%，其余月份均实现正增长。2026 年 3—7 月同比进一步连续保持正增长，分别增长 8.3%、4.7%、2.5%、12.6%和 6.8%，其中 6 月增速达到 12.6%。从连续月度数据看，化妆品需求已经摆脱 2024 年的弱势阶段，本轮行业景气回升首先在总量端得到确认。

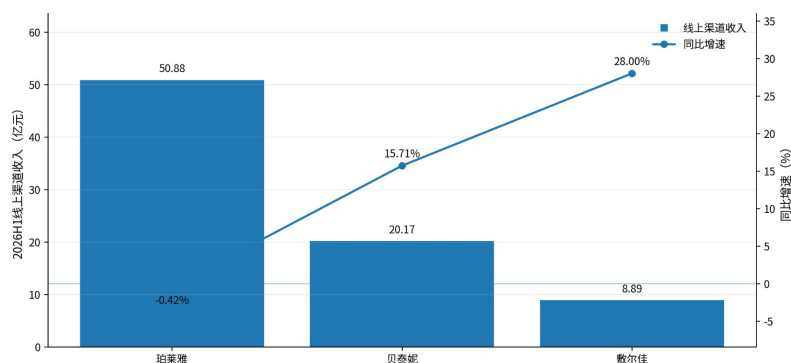
图 1 化妆品零售需求边际回暖，2026 年以来同比增速持续为正



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

2026 年上半年，需求修复已经从社零总量传导至头部品牌的线上销售端。贝泰妮 2026H1 线上渠道收入 20.17 亿元，同比增长 15.71%，其中线上自营收入 16.23 亿元，同比增长 22.49%，线上渠道占主营业务收入的比例进一步提升至 78.33%。敷尔佳同期线上渠道收入 8.89 亿元，同比增长约 28%，其中线上自营化妆品收入 5.49 亿元，占公司营业收入 47.52%，公司整体收入同比增长 33.95%。珀莱雅虽然上半年整体收入基本持平，但渠道竞争力仍处于行业头部，2026 年 618 期间天猫旗舰店成交额位列天猫美妆第一，抖音及京东均位列国货美妆第一；2026H1 天猫、京东国货美妆继续排名第一，抖音美妆排名第二。美妆消费已经从 2024 年的需求低谷进入实质性修复阶段。

图 2 2026H1 三家公司线上渠道收入及同比增速



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

本轮需求恢复的增量正在向具备明确功效和细分定位的产品集中。敷尔佳 2026H1 已有医用透明质酸钠修复贴，以及醇能水盈湿敷膜、清痘修护次抛、乳糖酸控油次抛、积雪草舒缓修护贴等多款产品实现半年销售额超过 5,000 万元，增长产品主要围绕修护、祛痘、控油等明确功效展开。珀莱雅旗下 Off&Relax、惊时等功效洗护品牌 2026H1 收入分别同比增长 70.81% 和 103.53%，其中惊时 618 期间全渠道成交额同比增长 77%、抖音渠道同比增长 187%。贝泰妮则继续将薇诺娜产品边界从基础舒缓延伸至敏感肌防晒、美白和抗老。从 2026H1 头部品牌的实际经营结果看，消费者需求恢复之后，增量首先流向功效明确、使用场景清晰的产品，而传统基础护理已不再是主要增长来源。

表 1 2026H1 头部美妆企业功效型产品及品牌表现

公司	2026H1 经营表现	对需求方向的验证
珀莱雅	Off&Relax 收入+70.81%，惊时+103.53%，原色波塔+222.23%	功效洗护及细分品牌继续高速增长
敷尔佳	白膜半年销售额超 1 亿元；醇能湿敷膜、清痘次抛、乳糖酸控油次抛、积雪草修护贴等多款产品超 5000 万元	修护、祛痘、控油等明确功效产品形成规模
贝泰妮	薇诺娜持续向敏感肌防晒、美白、抗老等领域延伸	敏感肌需求由基础舒缓向进阶功效拓展

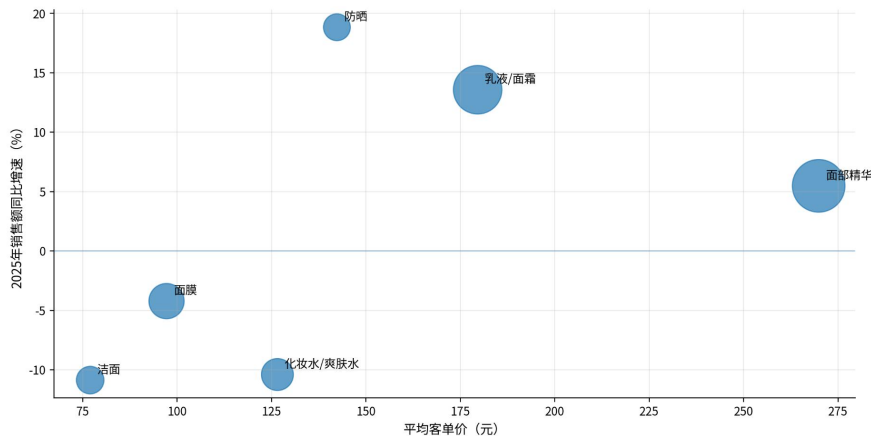
资料来源：iFind、第一创业研究所整理

二、功效需求持续升级，高价值产品成为增长核心

在总量需求恢复之后，美妆行业的增量已经明确向高功效、高价值量产品集中。从目前能够获得的完整线上品类数据看，2025 年 1—11 月面部精华销售额同比增长

5.47%，乳液/面霜增长 13.56%，防晒增长 18.82%；同期面部护理套装下降 16.03%，洁面下降 10.88%，化妆水/爽肤水下降 10.41%，面膜下降 4.23%。这一组数据虽然截至 2025 年，但其价值在于揭示本轮需求恢复的内部方向：消费者正在压缩部分基础、步骤型护理支出，同时保留并增加对精华、面霜、防晒等具有明确功效的核心产品投入。

图 3 高价值功效品类增速领先，基础护理持续承压

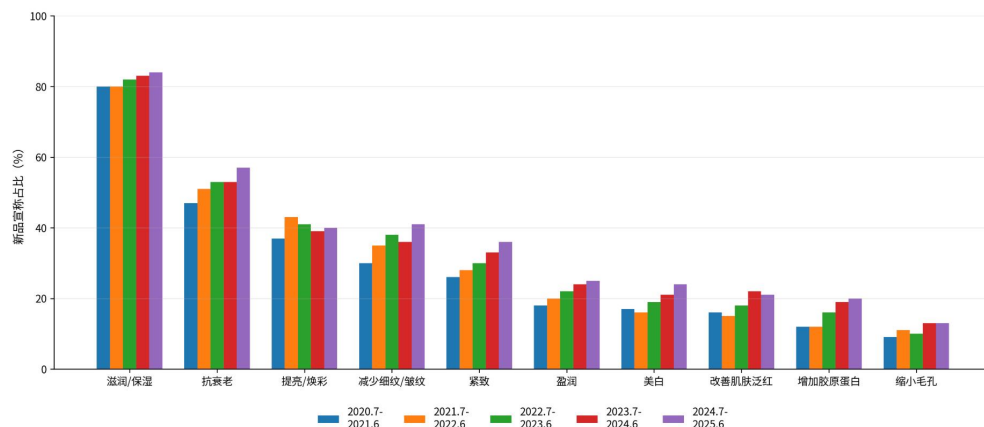


资料来源：解数数据库、第一创业研究所整理

消费预算向功效产品集中，同时带动行业价值量抬升。2025 年线上护肤市场中，面部精华平均客单价达到 269.92 元，眼部护理 214.73 元，乳液/面霜 179.62 元，防晒 142.35 元；洁面和面膜仅分别为 77.01 元和 97.23 元。同期线上护肤 TOP100 产品中，带有明确功效标注的产品占比超过 70%，明确标注成分的产品超过 60%。消费者对单纯“补水、清洁”的支付意愿下降，对抗衰、修护、美白、防晒等能够提供明确效果预期的产品支付意愿仍然较强，功效升级已经成为支撑行业客单价和产品溢价的主要来源。

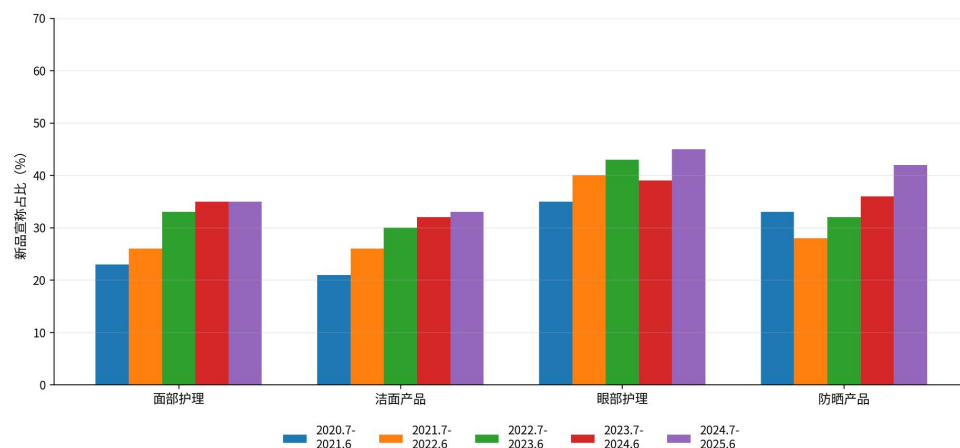
功效化的第二个变化，是从单一功能向复合功能、从单一品类向多品类扩散。英敏特全球新品数据库显示，2020—2025 年主要市场中，“敏感肌适用”宣称在面部护理之外，向洁面和防晒等品类持续渗透；在敏感肌面部护理新品中，滋润和保湿仍为基础诉求，但抗衰老、提亮、减少细纹/皱纹、美白等进阶功效宣称的占比持续提升。敏感肌消费已经从“解决泛红、舒缓修护”向“敏感肌也要抗老、美白、防晒”演进，单一敏感肌赛道正在向更大的功效护肤市场扩张。

图 4 敏感肌护理理由基础修护向进阶功效延伸



资料来源：英敏特全球新产品数据库、第一创业研究所整理

图 5 敏感肌功效持续跨品类扩张，洁面和防晒成为重要延伸方向



资料来源：英敏特全球新产品数据库、第一创业研究所整理

这一趋势在 2026 年的企业产品布局中仍在延续。贝泰妮 2026H1 披露的现有品牌矩阵已经覆盖舒敏、防晒、美白、抗老、祛斑和祛痘等多个功效领域，薇诺娜围绕敏感肌进行多功效扩展，瑷科缦聚焦医美修护与抗衰，贝芙汀则切入专业祛痘；公司 2026 年的产品体系进一步围绕“敏肌 CORE、敏肌 MORE、敏肌 PLUS”构建，从传统舒敏向防晒、抗老和医美术后修护延伸。珀莱雅 2026H1 的品类结构也显示出需求外溢特征，公司传统护肤类收入同比下降 6.87%，而洗护类收入同比增长 74.95%，其中 OR 品牌收入增长 70.81%，功能性消费正在由面部护肤向头皮、洗护等新的消费场景扩张。

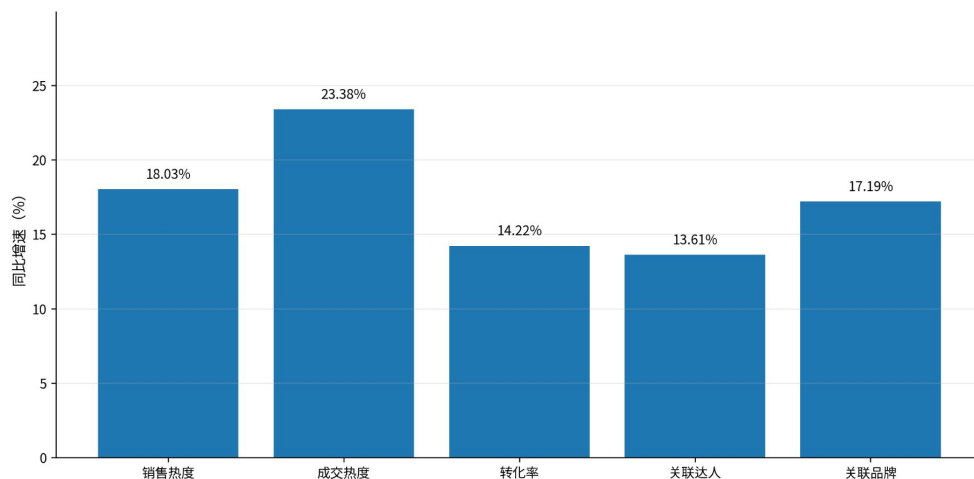
从传导关系看，功效升级同时抬升了行业进入门槛。消费者从基础护理转向明确功效后，产品竞争所依赖的变量从简单流量获取逐步转向成分创新、配方体系、临床或功效验证以及持续的大单品迭代能力。对于头部品牌而言，研发投入可以通过更

高价值量产品、更长产品生命周期和更强复购得到回报；对于缺少产品壁垒的中小品牌，单纯依赖渠道流量获取增长的难度持续提高。功效化因此不仅构成需求端增长来源，同时也是后续行业份额继续向头部集中的基础。

三、内容电商继续扩容，自营化成为渠道增长主线

2025 年以来，抖音美妆仍处于扩容阶段。飞瓜样本数据显示，2025 年抖音美妆销售热度同比增长 18.03%，成交热度增长 23.38%，转化率提升 14.22%，关联达人和关联品牌分别增长 13.61%和 17.19%。成交增速高于销售热度增速、转化率同步提升，说明内容电商仍在持续释放交易增量，大促节点之外，内容种草、达人传播和直播转化已经形成常态化销售链路。

图 6 2025 年抖音美妆核心指标同比



资料来源：飞瓜数据、第一创业研究所整理

美容护肤仍是抖音美妆最核心的成交品类。2025 年美容护肤销售热度占美妆二级品类的 65.9%，曝光热度占 55.9%；从成交方式看，直播贡献美容护肤销售的 72.9%，商品卡占 21.5%，视频直接成交占 5.6%。流量端则呈现明显的前链路内容驱动特征，种草视频贡献 55.83%的曝光，带货视频和带货直播分别贡献 23.43%和 20.74%。这意味着抖音护肤已经形成较清晰的“内容种草—直播承接—商品卡复购”交易链路，品牌在内容生产、自播组织和货品运营上的能力，正在直接决定渠道收入表现。

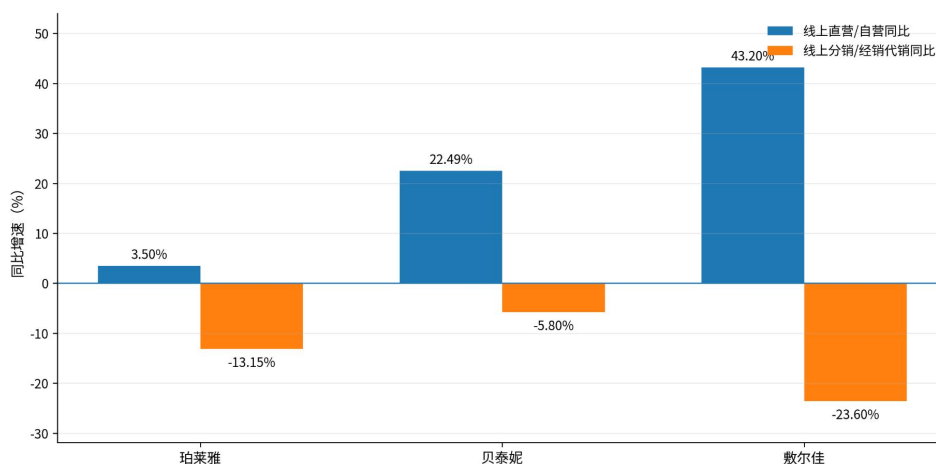
另外，2026H1 三家公司的线上增长同时呈现出自营强化、分销收缩的共同方向。珀莱雅线上直营收入 40.42 亿元，同比增长 3.50%，线上分销收入同比下降 13.15%；贝泰妮线上自营收入 16.23 亿元，同比增长 22.49%，经销及代销下降 5.80%；敷尔佳线上直销收入 7.68 亿元，较上年同期 5.36 亿元增长约 43%，而经销、代销收入由 1.59 亿元下降至 1.21 亿元。三家公司虽然收入增速不同，但渠道变化高度一致：

增长主要由品牌自营端贡献，传统线上分销正在收缩。

这一变化意味着本轮线上渠道红利已经从早期的平台流量扩张，进一步进入品牌自主运营能力兑现阶段。自营模式下，品牌直接负责投流、直播、内容、货盘及消费者运营，销售增长更多依赖品牌自身的内容生产和转化效率。珀莱雅 2026 年 618 期间天猫旗舰店成交额位列天猫美妆第一，同时位列抖音、京东国货美妆第一；2026H1 天猫及京东国货美妆继续排名第一，抖音美妆排名第二，说明头部品牌已经能够跨平台复制流量获取与转化能力。

自营占比提升也使渠道竞争进一步转向低成本。这一阶段，渠道景气会优先向具备成熟自播体系、大单品货盘、达人矩阵和精细化投放能力的品牌兑现。珀莱雅在 2026H1 明确将抖音运营重点放在“短视频+直播+投放”联动，并通过细分直播间、自播矩阵和商品卡获取自然流量；惊时品牌 618 期间抖音成交额同比增长 187%，验证内容运营能力可以快速放大新品及第二品牌销售。

图 7 线上自营增长分销收缩



资料来源：iFind、第一创业研究所整理

四、品牌出清加速，头部企业进入经营兑现期

美妆行业供给侧已经进入明显的品牌出清阶段。2024 年 11 月至 2025 年 11 月，乳液/面霜品牌数量由 9,323 个下降至 6,694 个，同比减少 28.2%；面部精华品牌数量下降 26.0%，面膜下降 33.7%，洁面下降 32.8%，面部护理套装下降 27.2%。与品牌数量快速减少形成鲜明对比的是，同期乳液/面霜 SKU 数量增长 16.6%、面部精华增长 12.2%、面部护理套装增长 9.4%，身体护理和手部保养 SKU 分别增长 31.4%和 40.5%。弱品牌正在退出市场，而留下来的品牌继续增加产品供给，行业份额向具备研发、营销和渠道运营能力的头部品牌集中。

这一轮供给出清具有较强的持续性。前两章已经看到，消费者需求正在向高功效产

品迁移，同时抖音等线上渠道正在由平台流量红利转向品牌自营效率红利。功效升级要求持续研发和产品迭代，自营化则要求品牌具备内容生产、达人合作、直播运营和投流能力，两者都在提高行业经营门槛。中小品牌面对的压力由单一的流量竞争扩展至研发+产品+内容+投放+供应链的综合竞争，退出速度因此明显快于行业需求变化。本轮行业景气向上伴随供给侧收缩，新增需求将更多由头部企业承接，龙头收入增速持续跑赢行业具备较强基础。

2026 年上半年三家公司经营结果进一步验证了这一过程，但其利润兑现阶段已经拉开差距。贝泰妮的经营拐点最为明确：2026H1 实现营业收入 25.92 亿元，同比增长 9.27%；扣非归母净利润 2.46 亿元，同比增长 34.85%，利润增速明显快于收入，经营现金流同比增长 13.53%。公司经历 2024—2025 年的渠道和品牌调整后，2026 年收入恢复已经开始向利润端传导，贝泰妮已经进入利润修复阶段。

珀莱雅则已经进入从主品牌驱动向多品牌接力的切换期。2026H1 公司营业收入 53.75 亿元，同比增长 0.24%，扣非归母净利润 6.64 亿元，同比下降 13.80%；同期销售费用同比增长 7.40%，销售费用率由上年同期 49.59%提高至 53.13%，核心利润仍承受营销投入压力。从品牌结构看，珀莱雅主品牌收入 36.92 亿元，同比下降 7.19%，收入占比已由 2023 年的 80.73%降至 2026H1 的 68.79%；Off&Relax 收入 4.77 亿元，同比增长 70.81%，收入占比升至 8.89%，第二品牌已经形成规模贡献。珀莱雅当前的增长核心已经由主品牌继续高增长切换为第二品牌接力，主品牌成熟并不改变平台化扩张方向，但利润重新加速需要第二品牌规模持续提升并覆盖新增营销费用。

敷尔佳则处于更早的收入先行阶段。2026H1 公司实现营业收入 11.56 亿元，同比增长 33.95%，三家公司中收入恢复最快；归母净利润同比增长 11.46%，但扣非归母净利润仅同比增长 0.38%。同期线上直销收入由 5.36 亿元提升至 7.68 亿元，同比增长约 43%，线上经销、代销收入则由 1.59 亿元下降至 1.21 亿元。敷尔佳收入端拐点已经确认，但渠道扩张带来的规模增长尚未转化为同等幅度的核心利润增长，当前仍处于以自营投入换取市场规模的阶段，利润拐点明显晚于收入拐点。共同点在于，三家公司均在强化功效产品、线上自营和品牌矩阵，而这些正是本轮行业需求升级和供给出清所指向的核心能力。品牌退出并没有带来头部企业同步收缩，头部企业仍在增加产品、扩展品牌和强化渠道控制，行业供给正在从数量扩张转向头部集中。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140