



中信证券研究部

核心观点



杜一帆  
美妆及商业联席  
首席分析师  
S1010521100002



徐晓芳  
美妆及商业首席  
分析师  
S1010515010003

目前市场的主要分歧在于，需求端相对疲弱趋势下，美妆行业未来发展空间判断以及头部国货能否在愈加激烈的竞争中保持快速增长。我们认为：①短期确实存在压力，但消费复苏时美妆需求有望明显反弹，同时从客单价角度看中国护肤品市场规模仍有 2~4 倍发展空间；②在理性消费、“性价比”意识提升趋势下，未来竞争将持续更加聚焦于产品，国货正在逐步突破国际大牌的技术/原料“封锁”，在当下“纯净美妆”成为国际头部品牌纷纷发力的热点方向，而国货在植物成分方面具有更多优势。梳理两条投资主线：①重点推荐研发资源积累丰富、体系日臻完善的头部国货标的珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展、丸美股份；②重点推荐随着研发/原料端重要性提升、具有一定资源积累的产业链上游受益标的嘉必优等。

■ **疫情下的化妆品：总量承压、渠道分流、克制务实、监管趋严。**①**总量承压：**局部疫情反复下消费整体持续承压，2022 年化妆品类零售额整体弱于 2021 年水平。2020/2021 年化妆品零售总额同比增长+9.5%/+14.0%，两年 CAGR +11.7%，2017-2019 年化妆品零售总额 CAGR +11.9%，总体保持高速增长；但 2022 年以来呈现下滑，1-8 月，社零总额累计同比+0.5%，化妆品零售总额同比为-2.7%。②**需求端：并非单纯“升级”或“降级”，性价比是核心。**疫情后，大牌呈现明显的降价趋势，国货品牌价格“上探”，已经与国际大牌价格“接壤”；我们认为，消费趋势不应总结为单纯“升级”或“降级”，理性消费趋势下，“性价比”成为核心决策要素：据埃森哲 2021 年 6 月调研数据，人们的消费观念在疫情冲击下变得更加克制、务实，储蓄意识在疫情下变得更加深入人心；在消费整体缩量、理性消费趋势抬头的背景下，中低价格带的化妆品更具优势：在淘系平台护肤品类中，天猫平台 300~400 价格带占比在过去一年小幅上升并维持在天猫销售额的 11%，涨幅约+3%，其余价格带产品成小幅下滑或小幅波动趋势。③**渠道分散：电商反垄断、局部疫情反复影响叠加以抖音为代表的新兴渠道崛起，电商格局再生变数。**淘系平台 2022 年 1-9 月护肤品同比-11%，彩妆同比-21%，整体承压；抖音迅速起量，占淘系销售比例环比持续提升，2022 年 5 月首次突破 40%，2022 年 7-9 月在 40%左右震荡；京东、拼多多、快手亦处在增长期，流量进一步分散。视频号借力微信庞大用户基数，DAU 快速增长，电商交易逐步闭环，GMV 有望快速扩张。④**监管：新规大年，驱动行业集中度持续提升。**2020 年以来，化妆品行业相关法规发生较大调整；2022 年以来，大量新规进入/将进入具体实施阶段，监管趋严推动行业集中度持续提升。

■ **竞争格局：局部疫情+新规推动集中度提升，国产品牌原料突破带来排位变局。**①**集中度持续提升：局部疫情反复导致供应链扰动，新规落地推高门槛；从结果来看，化妆品行业投融资大幅缩减，新产品备案大幅缩减。**2019-2021 年，护肤 CR5 由 19%提升至 21%，CR20 由 38%提升至 45%；彩妆 CR5 由 25%提升至 30%，CR20 由 63%提升至 68%。②**头部国货表现强于外资：珀莱雅、贝泰妮、华熙生物（化妆品业务）2019-2021 年 CAGR 分别达 +21.8%/+43.8%/+128.8%；1H22，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物业绩表现再超越市场预期，分别实现营业收入增幅达+37%/+45%/+77%；2019-2021 年，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂 2019-2021 年营收年均复合增长率分别达到 +4.0%/+5.8%/-4.4%，从中国（亚太）区业务表现而言，欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太、资生堂中国 2019-2021 年均复合增长率分别达到 +11.7%/+17.8%/+12.7%，但 2022 年 H1，三大集团中国市场仅欧莱雅实现正增长，欧莱雅同比+20%；雅诗兰黛、资生堂亚太区分别为-17%/-20%。**

■ **追究国货崛起核心原因，我们认为主系国货正在逐步突破国际大牌的技术/原料**

美妆及商业行业

评级

强于大市（维持）

**封锁、以及国际品牌受到疫情更大损伤。**①随国产品牌研发实力不断增强和国际品牌原料专利逐渐到期，国产品牌已逐步突破国际大牌的原料优势。②国产化妆品原料及研发领域繁荣发展（自 2021 年中国启动新原料注册备案以来，截至 2022 年 10 月共有 40 款新原料获批，其中过半数为中国企业自主申请获批），合成生物技术助力有望实现原料端弯道超车。③随国产化妆品龙头崛起，国货龙头也越来越受外部供应商重视；国内优质龙头积极挖掘在国际美妆品牌有丰富经验的科研领军人物，提升自身研发能力。④疫情发生后国际大牌出新速度明显放缓，或系起供应链效率、管理效率受到疫情导致损伤：据雅诗兰黛 2022 财年报告，新冠疫情在全球范围影响了雅诗兰黛的供应链、库存及物流运输，并提到中国疫情的反复导致了销售、物流及分销承压，上海分销中心持续受限，直至 2022 年 6 月才恢复正常运作。

**2022Q3 线上销售承压，未来如何展望？**①消费整体承压，22Q3 以来线上销售呈现更大压力：我们认为除需求端疲弱的影响外，大促虹吸效应整体增强、消费时间结构变化给三季度带来更大压力。②短期储蓄上行挤压消费，中长期看储蓄释放消费复苏，长期发展空间不改：国货龙头具备韧性，长期消费复苏人均消费提升；2021 年中国人均护肤产品消费约 32.3 美元，对比世界主要国家，中国护肤品市场规模仍有 2~4 倍发展空间（2021 年日本 121.2 美元，韩国 129.6 美元，美国 70.6 美元，法国 59.8 美元）。③中国化妆品市场集中度 CR20 和 CR100 已达较高水平：2021 年，CR100 合计市占 81%，超过日本、韩国、美国水平，竞争局趋于稳定。④随着消费者智识提升，对功效原理的关注必将持续提升，研发及原料实力在品牌竞争中起更为重要的作用，国货外资差距正在收窄：国货头部品牌研发实力大幅提升，国际大牌优势成分受到更大挑战；而从原料及技术的发展趋势而言，“纯净美妆”成为国际头部品牌纷纷发力的热门方向，而中国地大物博物种丰富度较高、同时头部企业均有较多布局，我们认为在未来竞争中不存明显劣势。

**风险因素：**局部疫情反复下，居民购买意愿持续偏低，压制美妆等可选消费；国际品牌多渠道大力度促销，侵蚀本土品牌份额；新品销售不达预期；流量、品宣等侵蚀业绩；监管政策趋严影响行业增速；研发投入显现成效需时间积累；原料国产替代速度、幅度或不达预期。

**投资建议：**目前市场的主要分歧在于，需求端相对疲弱趋势下，美妆行业未来发展空间判断以及头部国货能否在愈加激烈的竞争中保持快速增长，我们认为：①短期确实存在压力，但消费复苏时美妆需求有望明显反弹，同时从客单价角度看中国护肤品市场规模仍有 2~4 倍发展空间；②在理性消费、“性价比”意识提升趋势下，未来竞争预计将持续更加聚焦于产品，国货正在逐步突破国际大牌的技术/原料“封锁”，在当下“纯净美妆”成为国际头部品牌纷纷发力的热点方向，而国货在植物提取方面具有更多优势。梳理两条投资主线：①重点推荐研发资源积累丰富、体系日臻完善的头部国货标的珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展、丸美股份；②重点推荐随着研发/原料端重要性提升、具有一定资源积累的产业链上游受益标的嘉必优等。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级（元）

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
珀莱雅	603605.SH	170.60	2.03	2.68	3.48	4.44	84	64	49	38	买入
华熙生物	688363.SH	122.80	1.63	2.12	2.79	3.60	75	58	44	34	买入
贝泰妮	300957.SZ	158.00	2.04	2.91	3.79	4.78	77	54	42	33	买入
鲁商发展	600223.SH	7.70	0.36	0.44	0.65	0.84	21	18	12	9	买入
丸美股份	603983.SH	28.44	0.62	0.65	0.71	0.79	46	44	40	36	增持
嘉必优	688089.SH	39.28	1.07	1.14	1.63	2.01	37	34	24	20	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价

## 目录

<b>疫情下的化妆品：总量承压、渠道分流、克制务实、监管趋严</b> .....	<b>7</b>
总量承压：疫情持续，消费整体承压，化妆品 2022 年起呈现负增长 .....	7
需求端：并非单纯“升级”or“降级”，理性消费成趋势，性价比是核心 .....	8
渠道分流：淘系承压，抖音起量，微信入局 .....	13
监管趋严：新规大年，驱动行业集中度持续提升 .....	19
<b>竞争格局：疫情+新规推动集中度提升，国产品牌原料突破带来排位变局</b> .....	<b>21</b>
头部集中，国货崛起 .....	21
国货品牌突破国际集团的原料/技术“封锁”，国际大牌受到疫情更大损伤 .....	25
<b>展望未来：短期承压，前景广阔，头部国货有望持续赶超国际大牌</b> .....	<b>31</b>
消费数据：短期消费承压国货龙头具备韧性，长期消费复苏人均消费提升 .....	31
市场格局：品牌集中度已达较高水平，龙头确定性提升 .....	36
功效崛起：随着消费者智识提升，对功效原理的关注必将持续提升，研发及原料实力在品牌竞争中起更为重要的作用 .....	37
原料突破：成分看齐海外巨头，国牌在植提方向具备优势 .....	38
<b>风险因素</b> .....	<b>42</b>
<b>投资建议</b> .....	<b>42</b>

## 插图目录

图 1: 社零总额当月同比情况 (单位: %)	7
图 2: 化妆品零售额及当月同比 (单位: 亿元)	7
图 3: 社零细分项目 2017-2022 年 1-8 月累计 CAGR 对比 (单位: %)	7
图 4: 限额以上零售额各项目弹性比较	8
图 5: 2020 年消费品当月零售额同比增速	8
图 6: 不认同“月光”概念的受访者比例上升	8
图 7: 购买高使用率商品的受访者比例上升	8
图 8: 国货龙头及国际大牌产品价格带 (单位: 元)	10
图 9: “成分党”小红书站内搜索趋势	11
图 10: 小红书 2022 年明星词云	11
图 11: 欧莱雅黑精华销售长期优于兰蔻小黑瓶	11
图 12: 黑绷带对比 AGE 的销售优势或收窄	11
图 13: 欧莱雅小蜜罐销售超过兰蔻菁纯	12
图 14: 修丽可发光瓶对比欧莱雅光子瓶销售优势收窄	12
图 15: 天猫护肤产品价格带分布变化	12
图 16: 淘宝护肤产品价格带分布变化	12
图 17: 天猫彩妆产品价格带分布变化	13
图 18: 淘宝彩妆产品价格带分布变化	13
图 19: 2002-2021 年中国美妆个护市场各渠道销售额占比 (单位: %)	14
图 20: 淘系护肤及美妆行业销售额当月同比 (单位: %)	15
图 21: 化妆品行业抖音销售占淘系销售比重	15
图 22: 抖音部分化妆品品牌销售额 (单位: 亿元)	16
图 23: 京东 GMV 及营业收入情况	17
图 24: 京东美妆护肤 GMV	17
图 25: 拼多多 GMV 情况	17
图 26: 拼多多美妆 618 战报	17
图 27: 快手 GMV 情况	18
图 28: 快手美妆 GMV 增长情况	18
图 29: 微信视频号发展历程	18
图 30: 化妆品新规体系	20
图 31: 中国化妆品生产企业数量	20
图 32: 化妆品行业投资事件数	21
图 33: 特殊化妆品注册数量	21
图 34: 中国市场护肤品牌集中度	22
图 35: 中国市场彩妆品牌集中度	22
图 36: 中国市场护肤品牌按来源分类的市占率情况	22
图 37: 中国市场彩妆品牌按来源分类的市占率情况	22
图 38: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 (化妆品业务)、上海家化 2019-2021 年营业收入 (亿元) 及 CAGR	23
图 39: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化 2019-2021 年归母净利润 (亿元) 及 CAGR	23
图 40: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物 (化妆品业务)、上海家化 1H21-1H22 营业收入 (亿	

元)及 YoY..... 23

图 41: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物(化妆品业务)、上海家化 1H21-1H22 归母净利润(亿元)及 YoY..... 23

图 42: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 2019-2021 年营业收入(亿元)及 CAGR..... 24

图 43: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 2019-2021 年归母净利润(亿元及 CAGR..... 24

图 44: 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太及资生堂中国 2019-2021 年营业收入(亿元)及 CAGR..... 24

图 45: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 1H22 营业收入(亿元)及 YOY..... 25

图 46: 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太及资生堂中国 1H22 营业收入(亿元)及 YOY..... 25

图 47: 获批化妆品原料的公司来源 ..... 26

图 48: 雅诗兰黛组织架构..... 29

图 49: 部分品牌主要产品线推新/更新时间线..... 30

图 50: 部分头部品牌主要产品线推新/更新节奏 ..... 30

图 51: 珀莱雅主要产品线推新/更新时间 ..... 30

图 52: 润百颜主要产品线推新/更新时间 ..... 30

图 53: 雅诗兰黛主要产品线推新/更新时间 ..... 31

图 54: 兰蔻主要产品线推新/更新时间..... 31

图 55: 主要国际品牌化妆品淘系平台月度销售同比 ..... 32

图 56: 2022 年主要国际品牌化妆品淘系平台月度销售同比 ..... 32

图 57: 主要国货化妆品淘系平台 2020 年至今月度销售同比 ..... 33

图 58: 主要国货化妆品淘系平台 2022 年月度销售同比..... 33

图 59: 大促当月销售收入占大促前中后三个月销售总额比重 ..... 33

图 60: 城镇居民可支配收入同比及储蓄率同比 ..... 34

图 61: 消费者信心指数细分 ..... 34

图 62: 美国个人消费支出情况..... 34

图 63: 世界主要国家消费复苏情况 ..... 35

图 64: 世界主要国家人均 GDP 发展情况..... 35

图 65: 世界主要国家消费占 GDP 比重 ..... 35

图 66: 主要国家人均护肤品消费金额(单位:美元) ..... 36

图 67: 主要国家人均彩妆消费金额(单位:美元) ..... 36

图 68: 世界主要国家护肤品类品牌集中度 CR20 ..... 36

图 69: 2021 年世界主要国家护肤品类品牌集中度 CR100..... 36

图 70: 世界主要国家彩妆品类品牌集中度 CR20 ..... 37

图 71: 2021 年世界主要国家彩妆品类品牌集中度 CR100..... 37

图 72: 中国消费者化妆品购买动机 ..... 37

图 73: 中国消费者化妆品产品偏好 ..... 37

图 74: 中国功效护肤市场规模及比重..... 38

图 75: 世界功效护肤市场规模及比重..... 38

## 表格目录

表 1: 部分国际高端品牌明星单品历年“双十一”官方旗舰店优惠情况 ..... 9

表 2: 含乙酰基六肽的部分产品对比..... 13

表 3: 抖音美妆护肤销售榜单..... 16

表 4: 主要化妆品品牌入驻微信时间及视频/直播情况 ..... 19

---

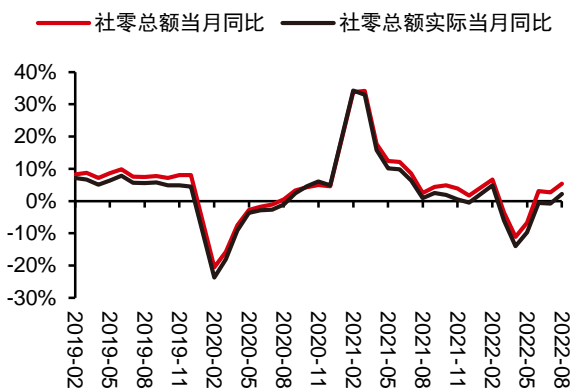
表 5: 国际大牌部分代表成分及其国产对标 .....	25
表 6: 上游合成生物化妆品原料公司概况 .....	27
表 7: 品牌方与化妆品原料方直接合作实例 .....	27
表 8: 国内公司招揽的科研领军人才一览 .....	28
表 9: 部分品牌主要产品及主打原料 .....	38
表 10: 中国特色植物成分 .....	39
表 11: 化妆品上市公司动植物萃取技术专利列举 .....	40
表 12: 美妆板块重点公司盈利预测与估值 (时间截止 2022/10/21 收盘) .....	42

## ■ 疫情下的化妆品：总量承压、渠道分流、克制务实、监管趋严

### 总量承压：疫情持续，消费整体承压，化妆品 2022 年起呈现负增长

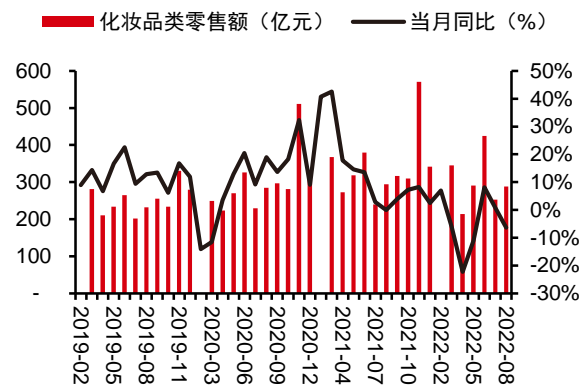
局部疫情反复下消费整体承压，化妆品 2022 年起呈现负增长。2020/2021 年在疫情影响下，社零总额当月同比分别为-4.8%/+12.5%，两年 CAGR +3.5%，较疫情前 2017-2020 年 CAGR +9.1%有明显下降；化妆品零售总额同比增长+9.5%/+14.0%，两年 CAGR +11.7%，疫情前 2017-2020 年化妆品零售总额 CAGR +11.9%，总体保持高速增长。2022 年 1-8 月，社零总额累计同比+0.5%，化妆品零售总额同比为-2.7%；在社零各细分项目中，作为可选消费的化妆品类在 2022 年降幅较大，表现弱于粮油食品+9.2%、饮料+7.2%、烟酒+7.0%、文化办公用品+6.5%、金银珠宝+2.2%、家电+1.6%、日用品+1.5%、通讯器材-0.5%，仅好于家具类-8.5%、服装针纺类-4.4%。

图 1：社零总额当月同比情况（单位：%）



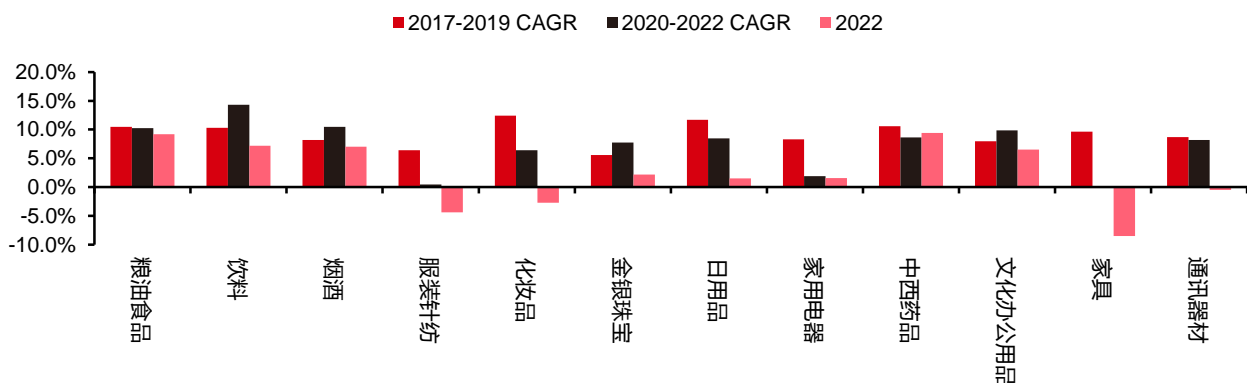
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：化妆品类零售额及当月同比（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

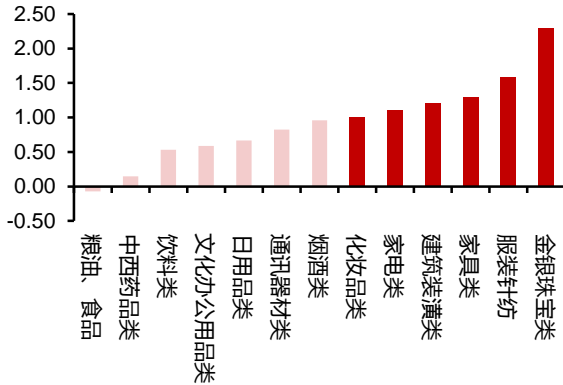
图 3：社零细分项目 2017-2022 年 1-8 月累计 CAGR 对比（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2020-2022 CAGR 用 2020-2022 年 1-8 月复合增长率测算；2022 年截至 8 月

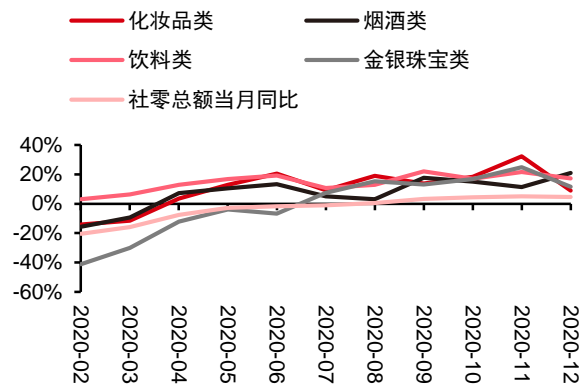
**可选消费弹性高于必选消费，消费复苏时将大幅修复上行。**在限额以上零售各细分项目中，化妆品类相对具有弹性。复盘 2020 年消费复苏情况：2020 年初疫情爆发全国进行封闭管控，1-2 月，国内消费行业各品类受疫情影响都为负增长。随着疫情防控成效初现，疫情趋于稳定，3 月起各行业陆续复工复产，4 月化妆品行业率先恢复正增长，同比+7%，远超社零总额同比增速的-7.9%，烟酒、饮料、珠宝行业同比增速+1%/+7%/-17%。2020 年 5-12 月，各类消费品零售额出现反弹回升的趋势，同比增速陆续转正，社零总额增速直至 9 月恢复正增长，其中，化妆品行业保持高增速态势，反弹幅度较大，5-12 月保持增速在+14%~54%的区间，增速超过社零总额同比增速。

图 4：限额以上零售额各项目弹性比较



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：使用 2020 年至今（截至 2022 年 8 月）数据计算

图 5：2020 年消费品当月零售额同比增速

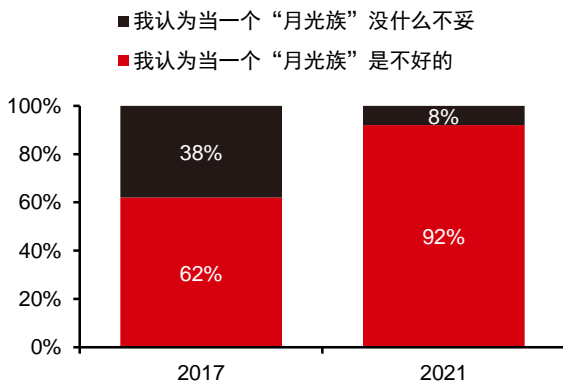


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 需求端：并非单纯“升级”or“降级”，理性消费成趋势，性价比是核心 消费者克制务实、理性消费已成趋势

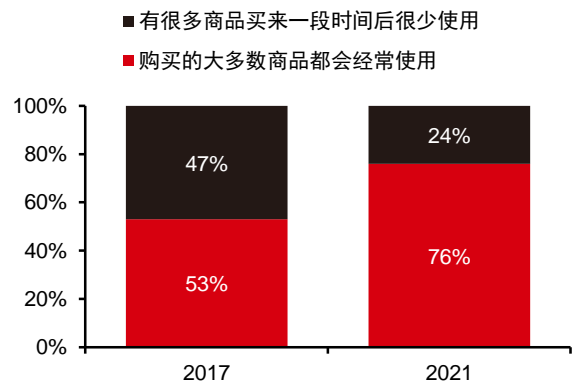
**理性消费已成趋势，克制务实深入人心。**据埃森哲 2022 中国消费者洞察数据，人们的消费观念在疫情冲击下变得更加克制、务实，储蓄意识在疫情下变得更加深入人心。对比 2017 年，2021 年不认同“月光”概念的受访者增加了近 30%；购买高使用率商品的消费者增加了近 20%。

图 6：不认同“月光”概念的受访者比例上升



资料来源：《迈向美好生活 埃森哲 2022 中国消费者洞察》，中信证券研究部

图 7：购买高使用率商品的受访者比例上升



资料来源：《迈向美好生活 埃森哲 2022 中国消费者洞察》，中信证券研究部



## 大牌降价，国货外资价格“接壤”

高端品牌价格“内卷”加剧，降价幅度近乎空前。2021年“双十一”购物节期间，国际高端品牌今年折扣力度集中在3-5折，尤其是明星单品折扣力度进一步加大。我们复盘了希思黎“全能乳液”、SK-II“神仙水”、雅顿“金胶”、娇兰“复原蜜”等12个国际高端品牌明星产品历年双十一的优惠活动并折算其单价，除赫莲娜“绿宝瓶”以外，其他明星大单品在近5年双十一活动中整体优惠力度加大，多款产品在2021年活动期间刷新底价，小棕瓶、红腰子精华、神仙水和雅顿金胶的单价相比2020年分别再降3.1%、5.3%、9.1%和4%。

表1：部分国际高端品牌明星单品历年“双十一”官方旗舰店优惠情况

产品		2017	2018	2019	2020	2021	备注
希思黎“全能乳液”	活动	1620元买 125ml	1620元买 125ml	1720元买 125ml 60ml	1600元买 125ml 60ml	1540元买 125ml 70ml	*2021年赠送 60ml正装及其他小样
	非同款赠品价值	/	/	/	/	540.0	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	13.0	13.0	9.3	8.6	5.8	
海蓝之谜“经典面霜”	活动	2550元买 60ml送15ml	2550元买 60ml送7ml	2550元买 60ml送7ml	2680元买 60ml送7ml	2600元买 60ml送14ml	
	非同款赠品价值	/	/	/	/	871.5	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	34.0	38.1	38.1	40.0	26.3	
赫莲娜“绿宝瓶”	活动	1480元买 50ml送50ml	1480元买 50ml送50ml	1480元买 50ml送50ml	1580元买 50ml送50ml	1580元买 50ml送50ml	
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	14.8	14.8	14.8	15.8	15.8	
雅诗兰黛“小棕瓶”精华	活动	1080元买 50ml	590元买 30ml	590元买 30ml送31ml	900元买 50ml送45ml	900元买 50ml送48ml	
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	21.6	19.7	9.7	9.5	9.2	
兰蔻“小黑瓶”肌底液	活动	760元买 30ml送30ml	760元买 30ml送30ml	1080元买 50ml送50ml	1080元买 50ml送50ml	1080元买 50ml送50ml	
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	12.7	12.7	10.8	10.8	10.8	
后“天气丹”水乳套装	活动	1540	1440元	1390元	1390元	1390元	*套装产品不计算单价
资生堂“红腰子”精华	活动	590元买 30ml送30ml	590元买 30ml送30ml	1180元买 60ml送50ml	1180元买 60ml送70ml	860元买 50ml送50ml	
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0	
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	9.8	9.8	10.7	9.1	8.6	
雪花秀润燥精华	活动	600元买 60ml送30ml	600元买 60ml送62ml	600元买 60ml送60ml	700元买 90ml送60ml	700元买 90ml送60ml	

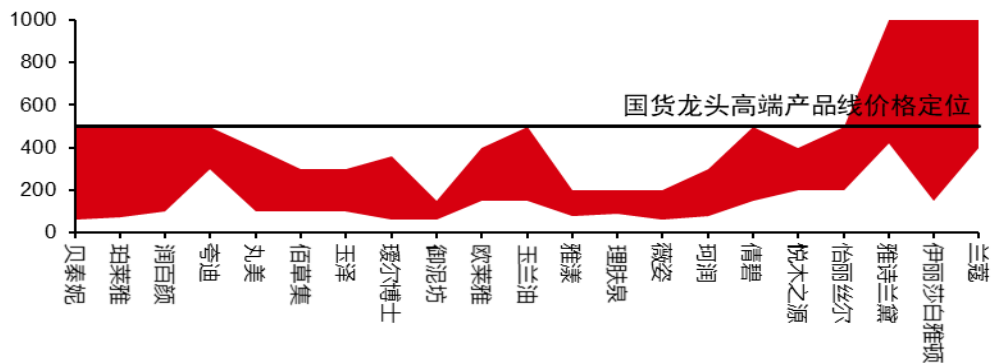
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	6.7	4.9	5.0	4.7	4.7
SK2 “神仙水”	活动	1370 元买 230ml	4350 元买 (230ml+10ml)*3	1540 元买 230ml 送 20ml	1540 元买 230 送 70ml	1540 元买 230 送 100ml
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	6.0	6.0	6.2	5.1	4.7
黛珂“牛油果乳液+紫苏水”套装	同款产品活动	/	600 元买 150ml+150ml	600 元买 150ml+150ml	520 元买 150ml+150ml	500 元买 150ml*2 送 150ml*2
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0
	同款每 ml 折算价格 (RMB)	6.4	5.4	5.6	5.2	5.0
雅顿“金胶”	活动	340 元买 30 粒送 23 粒	600 元买 60 粒送 51 粒	690 元买 60 粒送 63 粒	690 元买 60 粒送 72 粒	1280 元买 120 粒送 135 粒
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0
	同款每粒折算价格 (RMB)	6.4	5.4	5.6	5.2	5.0
娇兰“复原蜜”	活动	1680 元买 50ml 送 50ml	1480 元买 50ml 送 50ml	1340 元买 60ml 送 30ml	1230 元买 60ml 送 40ml	1520 元买 60ml 送 60ml
	非同款赠品价值	/	/	/	/	0
	同款每粒折算价格 (RMB)	16.8	14.8	14.9	12.3	12.7

资料来源：各品牌天猫旗舰店、官方微博账号，中信证券研究部

注：仅使用各品牌天猫官方旗舰店优惠活动计算；除备注外赠送产品均为小样；除 2021 年之外，同款单价折算不考虑非同款产品价值；

与此同时，本土护肤品牌逐步布局高端，国货高端线与国际一线大牌价格已经“接壤”。国际高端品牌例如雅诗兰黛和兰蔻入门级产品价格带位于 500-1000 元，国产龙头主线产品仍处于 500 元以下价格带，对标国际品牌的中端产品线；同时，国产品牌也布局高端产品线，如夸迪轻龄眼霜、珀莱雅保龄球次抛、润百颜 HACE 次抛、丸美重组双胶原眼霜、AOXMED 眼霜，直接对标国际一线大牌产品。

图 8：国货龙头及国际大牌产品价格带（单位：元）



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，中信证券研究部

## “平替”成为热搜，“性价比”是核心

从消费者角度出发，含有相近成分、具有相似功效但价格更低的产品拥有更高性价比。新媒体平台、专业化 KOL 以及泛“成分党”的兴起使得“平替”产品更容易被大众发现，理性消费趋势下，“平替”产品更存在一定市场机遇。

在小红书平台中，成分党搜索上升趋势明显，“平替”成为 2022 年搜索热词。据小红书官方发布《未来消费灵感图鉴》，成分党在小红书站内的搜索显著成上升趋势。2021 年，早 C 晚 A、水杨酸热潮带动成分相关的搜索同比超+216%。从成分而非品牌出发，体现了消费者对性价比的追求。2022 年 10 月，“平替”进入小红书热门搜索词云。

图 9：“成分党”小红书站内搜索趋势



资料来源：小红书《未来消费灵感图鉴》

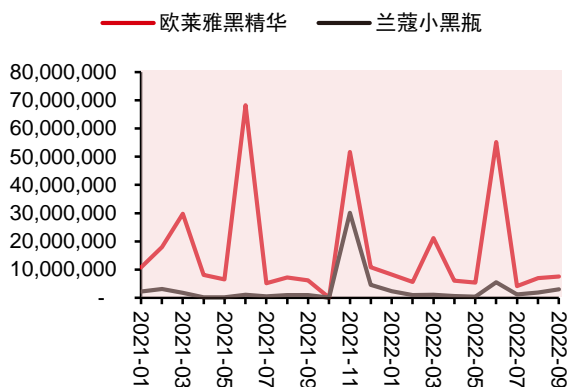
图 10：小红书 2022 年明星词云



资料来源：小红书未来消费灵感图鉴

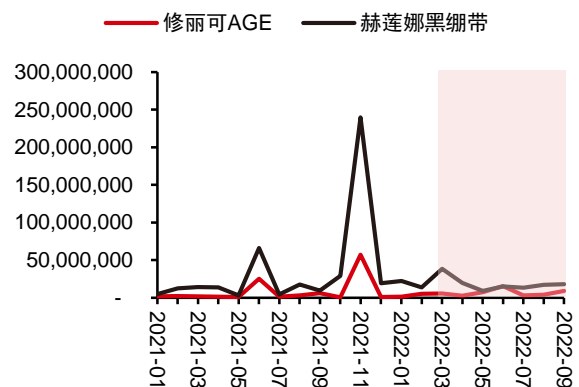
从淘系平台销售数据来看，“平替”产品存在一定销售优势。我们梳理了四款具有一定替代效应的产品，对比其在淘系平台的销售额后发现：欧莱雅黑精华销售长期优于兰蔻小黑瓶，赫莲娜黑绷带对比修丽可 AGE 的销售优势或存在收窄趋势，欧莱雅小蜜罐销售超过兰蔻菁纯，修丽可发光瓶对比欧莱雅光子瓶销售优势或收窄。

图 11：欧莱雅黑精华销售长期优于兰蔻小黑瓶



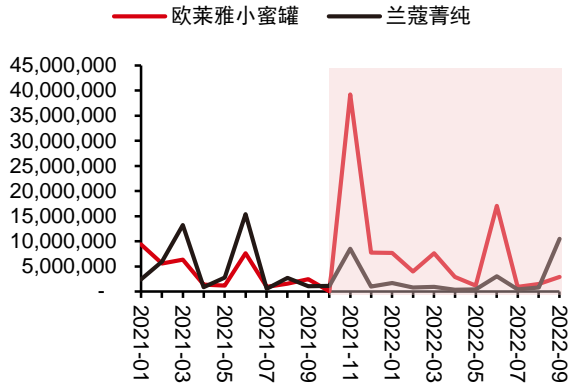
资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

图 12：黑绷带对比 AGE 的销售优势或收窄



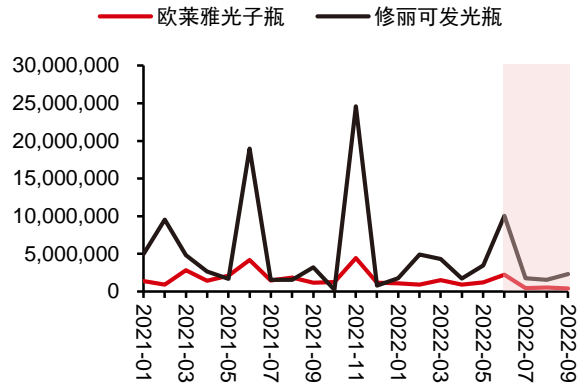
资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

图 13: 欧莱雅小蜜罐销售超过兰蔻菁纯 (元)



资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

图 14: 修丽可发光瓶对比欧莱雅光子瓶销售优势收窄 (元)



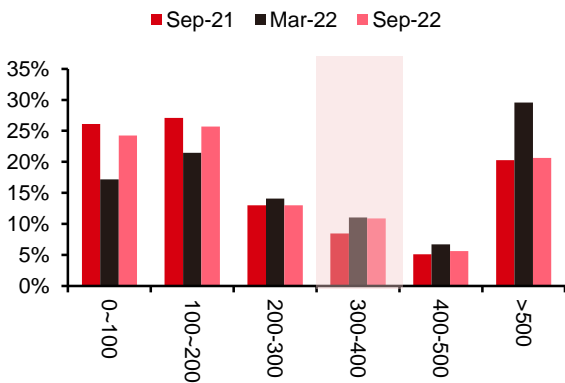
资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

在消费整体缩量、理性消费趋势抬头的背景下，中价格带的化妆品更具优势。我们梳理了淘系平台护肤、彩妆产品在近一年内不同价格带的分布，注意到：

在过去一年中，护肤/彩妆类产品中端表现较好。在淘系平台护肤品类中，天猫平台 300~400 元价格带占比在过去一年小幅上升并维持在天猫销售额的 11%，涨幅约+3%，其余价格带产品成小幅下滑或小幅波动趋势，其中 0~100/100~200/200~300/400~500/>500 元的各价格带销售额占比分别-2%/-1%/+0%/+1%/+1%；在淘宝平台中，各价格带产品销售占比小幅波动，变动幅度在 1%以内，但可明显观察到 0~100 元价格带销售成下降趋势。

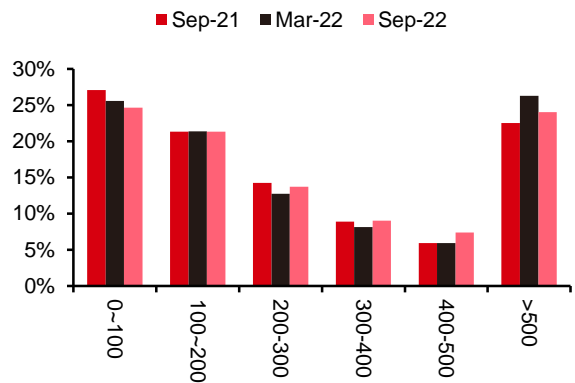
在淘系平台彩妆品类中，天猫平台 210~300 元价格带保持上升趋势，至 2022 年 9 月占天猫平台彩妆销售额的 8%，年内增长 2%，其余价格带销售额占比小幅下降或波动，0~60/60~120/120~210/>300 元各价格带分别-2%/-3%/-2%/+5%；淘宝平台年内变化在 1% 以内，但中端价格带整体维持上升趋势。

图 15: 天猫护肤产品价格带分布变化 (每个价格带都缺少货币单位“元”，图 16-18 同本图)



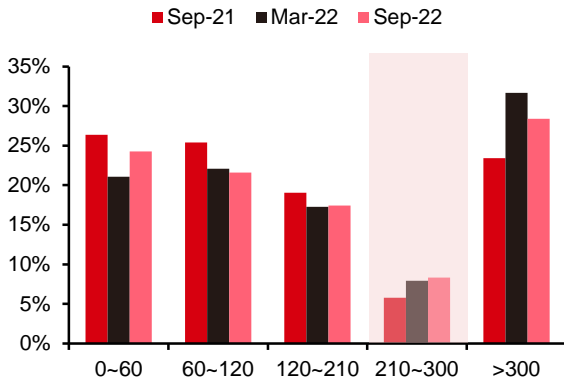
资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

图 16: 淘宝护肤产品价格带分布变化



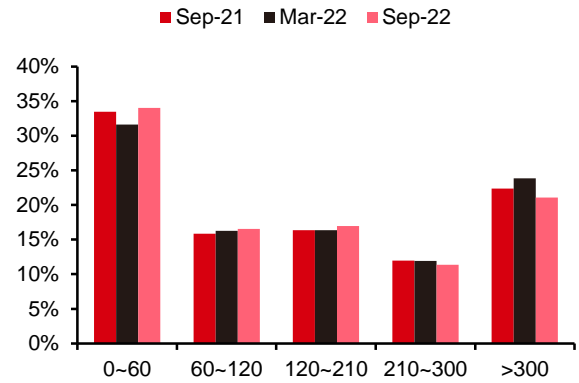
资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

图 17: 天猫彩妆产品价格带分布变化



资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

图 18: 淘宝彩妆产品价格带分布变化



资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

从成分功效出发, 国产品牌更具性价比。以抗氧化成分乙酰基六肽为例, 该成分可以减少面部皱纹并防止新皱纹产生。该成分已在国内外品牌产品中被广泛添加, 对比之下国货明显更具性价比。当然, 该成分在部分产品中并非主打添加, 此处只做简单比较。

表 2: 含乙酰基六肽的部分产品对比

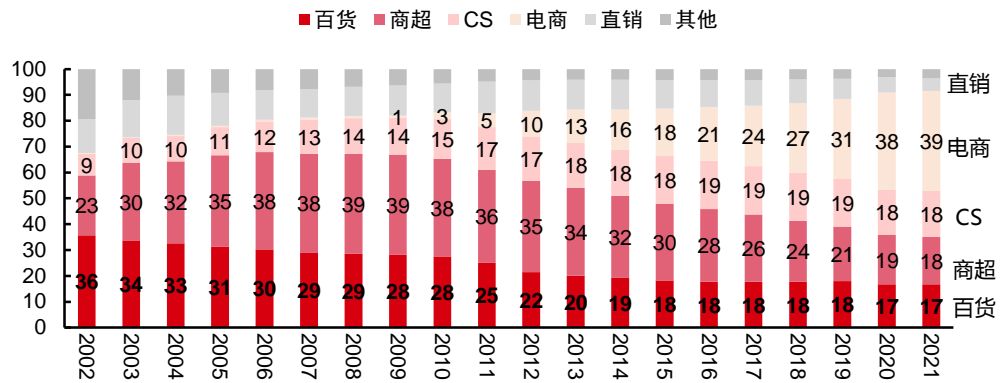
品牌	产品名称	产品类别	毫升 (ml)	定价 (元)	每毫升定价 (元/ml)	主打成分
丸美	多重胜肽菁致悦颜精华霜	面霜	50	298	6	类蛇毒肽、三肽-2、乙酰基六肽、棕榈酰五肽
米蓓尔	轻龄紧致双萃精华蜜	精华	30	298	10	山毛榉精华、愈创木精华、麦角硫因、烟酰胺、玻尿酸
润百颜	扶纹靓透精华	精华	45	469	10	肌肽、乙酰基六肽、玻尿酸
夸迪	氨基丁酸多肽紧致次抛	精华	30	320	11	乙酰基六肽、棕榈酰五肽、棕榈酰三肽
珀莱雅	红宝石精华	精华	30	329	11	六胜肽、维 A 醇、紧致四肽
HomeFacialPro	寡肽复合修复精华液	精华	15	169	11	寡肽-1、寡肽-32、六肽-5、乙酰基六肽
薇诺娜	紧致塑颜淡纹霜	面霜	30	378	13	马齿苋、滇山茶、乙酰基六肽
瑗尔博士	酵萃精华露	精华	30	468	16	褐藻精粹、六胜肽、七叶树提取物
雅诗兰黛	专研精华素	精华	50	980	20	酵母精粹
倩碧	焕妍活力精华露	精华	30	595	20	三重胜肽、酵母提取物
雅诗兰黛	黑钻肌活精华液	精华	30	1800	60	SIRT 核心抗老科技、极地花精粹
海蓝之谜	活颜焕肤精华液	精华	30	3000	100	巨藻提取物

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店、美丽修行 APP, 中信证券研究部

## 渠道分流: 淘系承压, 抖音起量, 微信入局

受疫情影响, 2020-2021 年电商占比大幅跳升。从 2010 年开始, 电商渠道占比不断提升, 从 2010 年的 3% 逐步提升至 2019 年的 31%。2020 年疫情袭来, 线下承压进一步收缩, 线上补位, 占比提升至 38%, 同比+7 pct; 2021 年, 线上电商渠道占比继续提升至 39%, 同比+1 pct。

图 19：2002-2021 年中国美妆个护市场各渠道销售额占比（单位：%）



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

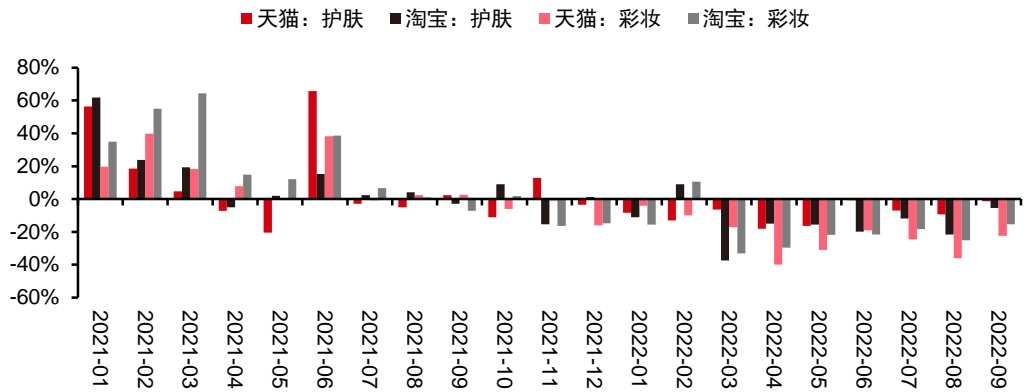
**电商反垄断实施，电商平台由集中转向分散，竞争格局再生变数。**2020年10月，国家市场监督管理总局发布《网络交易监督管理办法（征求意见稿）》，其中第三十一条提到“网络交易平台经营者不得滥用优势地位干涉平台内经营者的自主经营，不得对平台内经营者与其他平台的商业合作进行不合理限制或者附加不合理条件。平台内经营者可以自主选择多个平台开展经营活动。”2020年11月，市场监管总局发布《平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，其中第十五条规定具有市场支配地位的平台经济领域经营者，可能滥用市场支配地位，无正当理由对交易相对人进行限定交易，排除、限制市场竞争构成限定交易的垄断行为。此稿从规范层面明确了“二选一”行为受《反垄断法》规制。2021年2月，《平台经济领域的反垄断指南》正式落地。

### 淘系平台增长承压，品牌护肤韧性更强

**电商反垄断法实施、局部疫情影响叠加以抖音为代表的新兴渠道分流，淘系平台 2022 年 1-9 月护肤品同比-11%，彩妆同比-21%，整体承压，其中：**

- 1) **彩妆弱于护肤**：2022年3-9月，淘系护肤品类销售额同比-11%，彩妆品类同比-25%。
- 2) **护肤品天猫好于淘宝**：2022年3-9月，天猫护肤同比-7%，淘宝护肤同比-19%，天猫销售显著强于淘宝，反映护肤品类更强的头部效应；天猫彩妆同比-27%，淘宝彩妆-24%，头部效应并不显著。

图 20：淘系护肤及美妆行业销售额当月同比（单位：%）

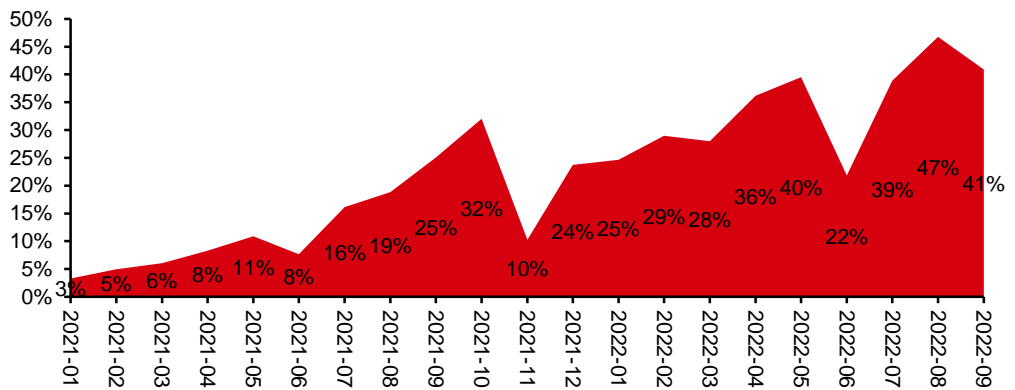


资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

### 抖音起量，头部稳中有进，新锐领衔增长

**抖音迅速起量，占淘系销售比例环比持续提升。**仅 2021-2022 年（截至 9 月），抖音化妆品销售额占淘系化妆品销售额的比重从 2021 年 1 月的 3% 迅速提升，2022 年 5 月首次突破 40%，2022 年 7-9 月在 40% 左右震荡。

图 21：化妆品行业抖音销售占淘系销售比重



资料来源：魔镜数据，蝉妈妈，中信证券研究部

**多品牌重点布局抖音渠道，渠道销售整体稳重有进，新锐国货高增。**2021 年，抖音渠道销售前三的品牌分别为：后（The history of whoo）12.3 亿元、雪花秀 7.8 亿元、雅诗兰黛 7.5 亿元；本土护肤品牌前三分别为珀莱雅 8.4 亿元、薇诺娜 3.5 亿元、BM 肌活 2.4 亿元。由于众多品牌仍在抖音渠道布局的初始阶段，海外品牌与本土品牌差距较小。花西子、完美日记等新锐彩妆品牌拥有较成熟的抖音直播体系，2021 年抖音渠道销售规模约分别为 9.5 亿元、3.2 亿元，表现出色。

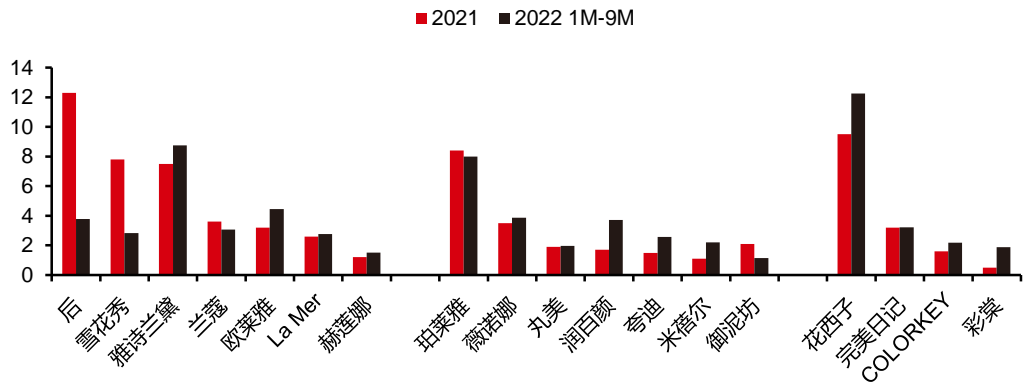
表 3: 抖音美妆护肤销售榜单

	2021A	2022M1	2022M2	2022M3	2022M4	2022M5	2022M6	2022M7	2022M8	2022M9
Top 1	后	后	花西子	花西子	肌先知	肌先知	后	花西子	觅光	欧诗漫
Top 2	雪花秀	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	花西子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	珀莱雅	欧诗漫	珀莱雅
Top 3	雅诗兰黛	花西子	雅萌	珀莱雅	珀莱雅	花西子	花西子	FV	花西子	觅光
Top 4	欧诗漫	珂莱妮	后	肌先知	欧诗漫	珀莱雅	雅萌	肌先知	珀莱雅	欧莱雅
Top 5	花西子	海蓝之谜	Ulike	Ulike	Ulike	欧诗漫	珀莱雅	欧诗漫	听研	雅诗兰黛
Top 6	珀莱雅	雅萌	兰蔻	安耐晒	欧莱雅	Ulike	肌先知	欧莱雅	欧莱雅	花西子
Top 7	韩束	SK-II	珂莱妮	欧莱雅	蜜丝婷	欧莱雅	润百颜	薇诺娜	自然堂	可复美
Top 8	SK-II	素说美丽	珀莱雅	SK-II	雅诗兰黛	玉兰油	SK-II	德玛贝尔	谷雨	HBN
Top 9	兰蔻	FV	韩束	雅萌	阿芙	薇诺娜	觅光	WIS	雅诗兰黛	薇诺娜
Top 10	素说美丽	兰蔻	欧莱雅	植美馥子	FV	完美日记	兰蔻	后	奥伦纳素	Betty Bonnie

资料来源：蝉妈妈，中信证券研究部

2022 年 1-9 月, 据蝉妈妈数据, 头部化妆品品牌在抖音平台销售稳重有进, 其中兰蔻、珀莱雅、完美日记销售额已接近 2021 年全年水平; 雅诗兰黛、欧莱雅、海蓝之谜、赫莲娜、薇诺娜、润百颜、夸迪、米蓓尔、花西子、COLORKEY 及彩棠表现较好, 抖音平台销售已超过 2021 年全年水平。韩系品牌 The History of Whoo 及雪花秀销售下行。

图 22: 抖音部分化妆品品牌销售额 (单位: 亿元)



资料来源：蝉妈妈，中信证券研究部 注：1) 本表按品牌进行汇总，包含该品牌下的彩妆和护肤品。2) 销售额不等于各品牌公告中的营业收入。

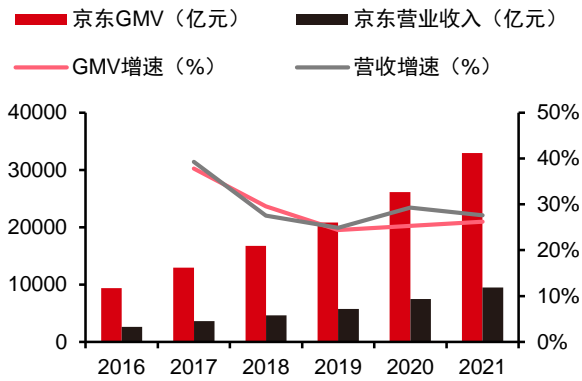
### 京东、拼多多、快手起量，多渠道竞争流量

回顾过去五年, 京东 GMV 保持了高速增长, 化妆品类占比较小, 但总量随京东总体销售一齐增长。2016-2021 年, 京东 GMV 从 9392 亿元增长至 32970 亿元, 5 年 CAGR +29%。2021 年, 京东平台护肤类产品月均 GMV 约 30 亿元, 彩妆月均 GMV 约 10 亿元。2021 年“双十一”大促时, 京东护肤 GMV 突破 50 亿元。2022 年 3 月起, 京东平台化妆品类产品同样承受一定压力, 2022 年 3 月/4 月/5 月京东护肤 GMV 同比-5%/-9%/+3%, 彩妆同比-20%/-21%/-12%。对比淘系平台, 京东同样表现出彩妆弱于护肤的趋势, 同时京东护肤韧性更强下降幅度较小。2022 年 6 月, 受益于年中“618”大促, 京东护肤 GMV



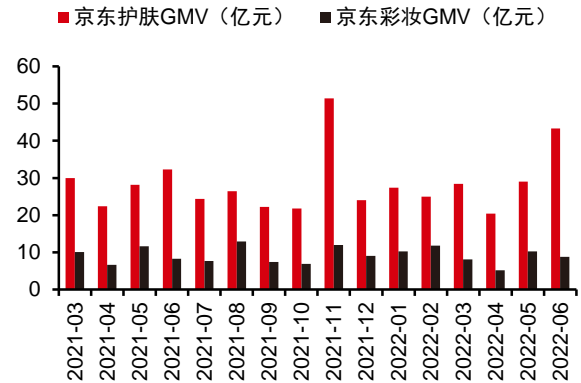
达约 43 亿元，同比+34%；彩妆表现相对较弱，GMV 约 9 亿元，同比+6%。

图 23: 京东 GMV 及营业收入情况



资料来源：京东年报，中信证券研究部

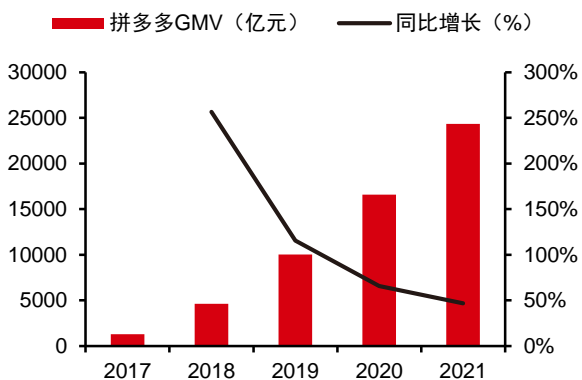
图 24: 京东美妆护肤 GMV



资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

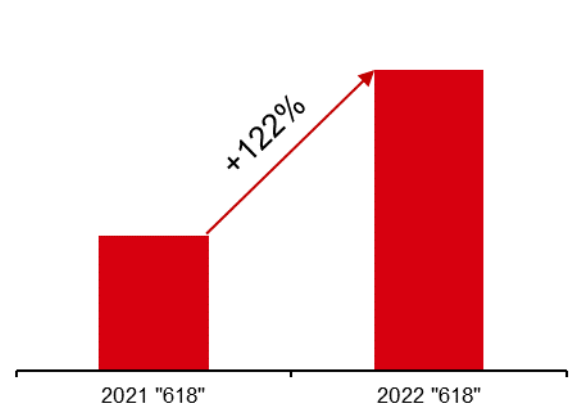
**拼多多、快手亦处在增长期，流量进一步分散。**2017-2021 年，拼多多 GMV 从 1412 亿元增至 24410 亿元，4 年 CAGR +104%。2021 年拼多多 GMV 同比增速 46%，仍处于高速成长期。据拼多多 2022 年“618”战报，活动期间拼多多美妆全品类销量同比增长 122%。快手自披露数据以来亦维持高速增长，2020 年 GMV 总额 3812 亿元，2021 年 GMV 总额 6800 亿元，同比+78%。1Q22 快手 GMV 达 1751 亿元，同比+48%；2Q22 GMV 达 1912 亿元，同比+31%。据快手与磁力引擎发布的《2022 快手美妆行业数据报告》，快手每天有超过 60%的用户观看过美妆视频，超过 20%的用户观看美妆直播，且观看、消费趋势不断上行，1Q21-1Q22 美妆消费人数超 2700 万人，1Q22 美妆消费金额同比+30.6%。

图 25: 拼多多 GMV 情况



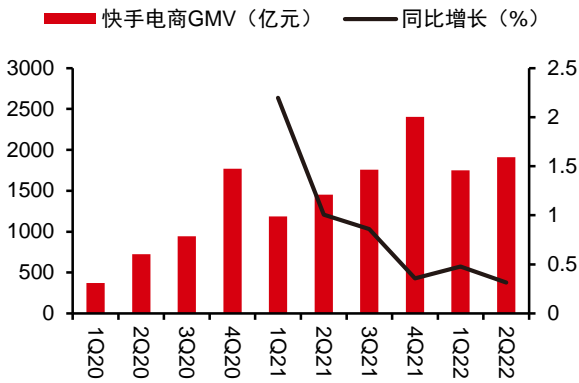
资料来源：拼多多年报，中信证券研究部

图 26: 拼多多美妆 618 战报



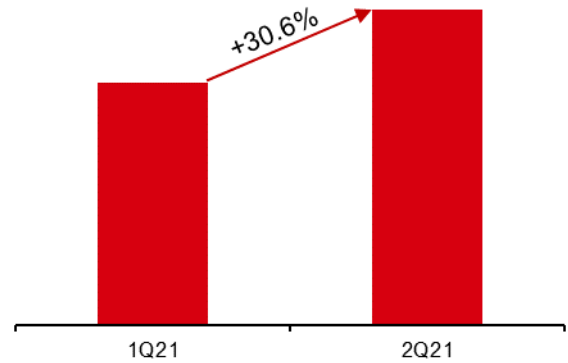
资料来源：拼多多 618 战报，中信证券研究部

图 27: 快手 GMV 情况



资料来源: 快手公告, 中信证券研究部

图 28: 快手美妆 GMV 增长情况



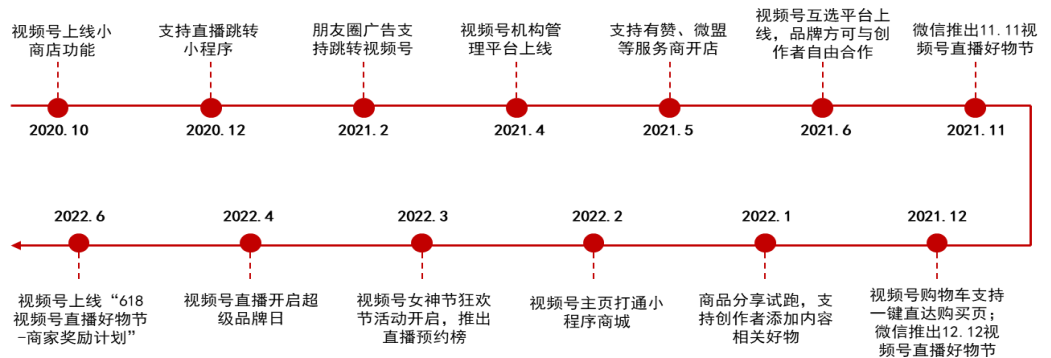
资料来源: 《2022 快手美妆行业数据报告》(快手与磁力引擎), 中信证券研究部

### 微信视频号入局, 以公域私域融合创造新渠道形式

**视频号借力微信庞大用户基数, DAU 快速增长。**据视灯研究院数据, 微信视频号于 2020 年 1 月正式内测, 至 2020 年 6 月 DAU 便已达 2 亿, 2020 年末视频号 DAU 超 2.8 亿。2021 年, 微信视频号持续与微信打通, 2021 年 6 月直播升级为一级入口, 当月 DAU 超 3 亿。下半年视频号加强与朋友圈、公众号、小程序的联动, 至 2021 年末 DAU 超 5 亿。仅从 2021H2DAU 出发, 视频号 DAU 已超越快手, 仅次于抖音。

**电商交易逐步闭环, GMV 预期快速扩张。**2020 年 10 月, 视频号上线小商店功能; 2020 年 12 月, 支持直播跳转小程序; 2021 年 5 月, 支持有赞、微盟等服务商开店。据微信公开课视频号直播团队分享数据, 2021 年视频号直播带货 GMV 较年初增长超 15 倍, 其中私域占比超过 50%, 均客单价超 200 元, 复购率超 60%。视灯研究院预测, 视频号 2022 年 DAU 有望达 6 亿, 2022/23/24 微信电商 (含小程序电商、视频号电商、公众号电商、社群电商) GMV 可突破 10 万亿元。见实观察预测, 2022 年视频号月均大盘数据超 100 亿, 月均数据超越 2021 年全年大盘 GMV, 并保守预测 2022 年视频号将完成 1000 亿年度目标。

图 29: 微信视频号发展历程



资料来源: 视灯研究院, 中信证券研究部

目前，主要国货龙头及国际品牌均已入驻微信视频号，部分大牌已进行多场次直播，抢先布局视频号渠道。从取得认证的时间来看，化妆品品牌积极布局视频号新渠道，部分大牌于 2020 年便入住微信视频号。随视频号电商链路逐渐完善，头部国货品牌珀莱雅、薇诺娜、夸迪、润百颜、瑗尔博士、丸美、御泥坊及国际大牌欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、海蓝之谜、欧珀莱均已开启直播。其中，珀莱雅、薇诺娜、丸美、兰蔻、雅诗兰黛及海蓝之谜直播次数较多，部分已形成稳定直播时间表，抢先布局新渠道。

表 4：主要化妆品品牌入驻微信视频号时间及视频/直播情况

品牌名称	认证时间	发布视频数量	直播情况
<b>中国品牌</b>			
珀莱雅	2020 年 10 月	主账号约 180 条	周一至周五
薇诺娜	2022 年 2 月	>500 条	最近直播 27 场
夸迪	2022 年 7 月	约 30 条	最近直播 1 场
润百颜	2020 年 11 月	约 40 条	最近直播 2 场
米蓓尔	2020 年 12 月	约 50 条	-
肌活	2022 年 8 月	约 20 条	-
颐莲	2020 年 12 月	约 20 条	-
瑗尔博士	-	约 60 条	最近直播 18 场
丸美	2020 年 10 月	约 300 条	周一至周六
御泥坊	2020 年 4 月	约 30 条	1 场
彩棠	2021 年 3 月	约 170 条	-
<b>国际品牌</b>			
欧莱雅	2020 年 8 月	>500 条	最近直播 4 场
兰蔻	2020 年 8 月	约 300 条	最近直播 30 场
雅诗兰黛	2020 年 5 月	>500 条	最近直播 19 场
海蓝之谜	2020 年 8 月	约 230 条	最近直播 30 场
赫莲娜	2021 年 4 月	约 80 条	-
欧珀莱	2021 年 11 月	14 条	最近直播 1 场
资生堂	2020 年 9 月	约 70 条	-
玉兰油	2020 年 10 月	约 90 条	-

资料来源：各品牌官方微信视频号，中信证券研究部 注：信息收集时间截至 2022 年 10 月 14 日

## 监管趋严：新规大年，驱动行业集中度持续提升

2020 年以来，化妆品行业相关法规发生较大调整。2022 年迄今，大量新规进入/将进入具体实施阶段，监管趋严推动行业集中度持续提升。

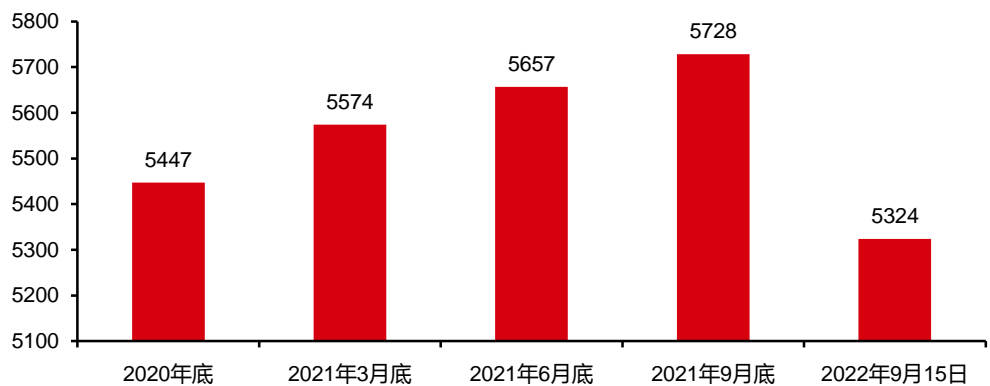
图 30：化妆品新规体系



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

**监管趋严、叠加疫情不利影响，中小化妆品企业退出，加速行业头部集中。**青眼号外依 2022 年 9 月 15 日广东省药监局发布会数据测算，2022 年 9 月中国约有化妆品生产企业 5324 家。据国家药品监督管理局《药品监督管理统计报告》，截至 2021 年 9 月，中国共有化妆品生产企业 5728 家，一年内约有 404 家化妆品生产企业注销生产许可退出。

图 31：中国化妆品生产企业数量



资料来源：青眼号外，中信证券研究部

## ■ 竞争格局：疫情+新规推动集中度提升，国产品牌原料突破带来排位变局

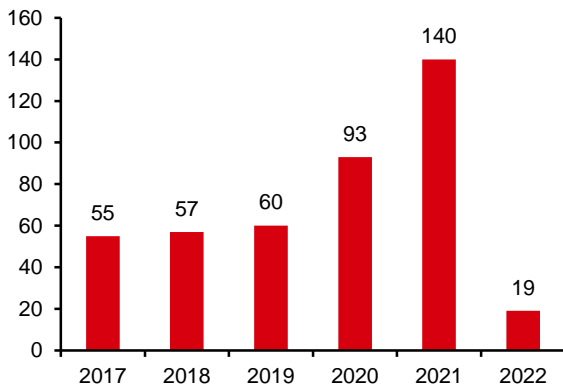
### 头部集中，国货崛起

#### 疫情导致供应链扰动，新规落地推高门槛，行业集中度进一步提升

疫情导致供应链扰动，新规落地推高门槛，化妆品行业集中度进一步提升。疫情以来，化妆品供应链受到持续冲击，更有局部地区疫情直接导致上海等地的化妆品企业停工停产，化妆品原料、包材等运输受阻。在此背景下，拥有自建工厂体系或作为代工厂大客户的头部品牌拥有更加安全的供应链体系，受疫情冲击或相对较小；而议价能力较弱的小品牌受供应链影响更大。同时，化妆品新规陆续落地，监管力度明显加强，导致化妆品新品注册备案时间和成本上升。

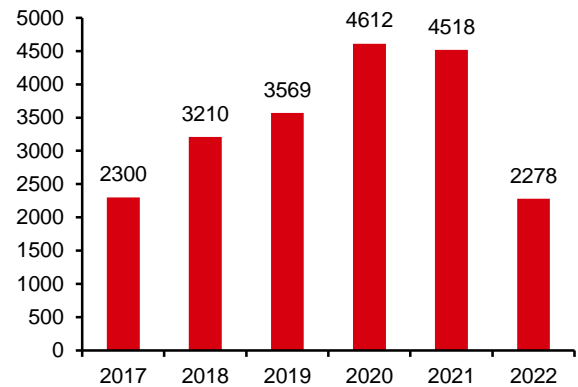
从结果来看，化妆品行业投融资大幅缩减，新产品备案大幅缩减。据 IT 桔子数据，2022 年我国化妆品行业投资事件数量大幅缩减，2021 年为行业热度高点，发生投资事件 140 起，融资金额达 280 亿元；2022 年至今锐减至 19 起，融资金额 26 亿元。据国家药品监督管理局数据，2022 年取得国妆特字备案的化妆品数量大幅下降，2021 年合计有 4342 件特殊化妆品获批，截至 2022 年 10 月 20 日，2022 年取得备案的特殊化妆品仅 136 件。

图 32：化妆品行业投资事件数



资料来源：IT 桔子，中信证券研究部

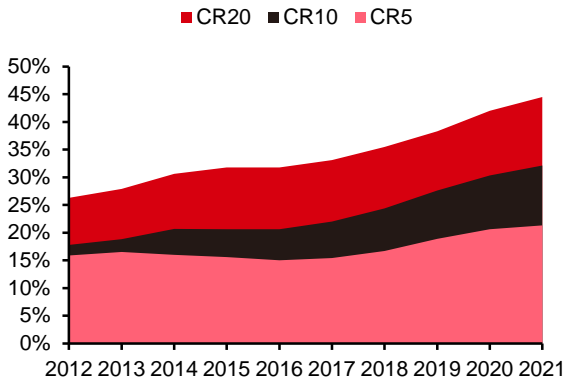
图 33：特殊化妆品注册数量



资料来源：国家药品监督管理局，中信证券研究部 注：2022 年截至 10 月 20 日

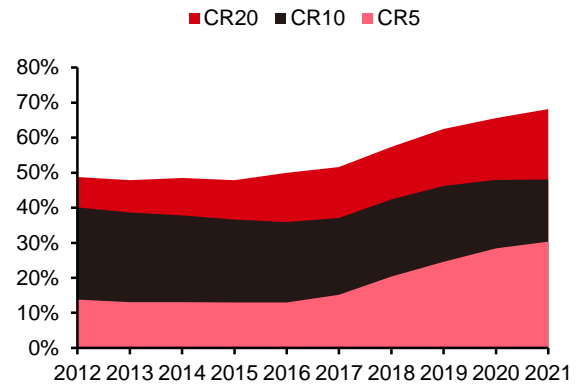
从市场集中度来看，过去 10 年化妆品市场集中度持续提升。2012-2021 年，中国市场护肤品牌 CR5 从 16% 提升至 21%，CR20 从 26% 提升至 45%，相对弱于市场前五的大品牌取得了市占率的大幅度提升。其中，2019-2021 在疫情影响下，护肤 CR5 由 19% 提升至 21%，CR20 由 38% 提升至 45%；2012-2021 年，中国市场彩妆品牌 CR5 从 14% 提升至 30%，CR20 从 49% 提升至 68%，市场集中度较护肤更高。其中，2019-2021 年，彩妆 CR5 由 25% 提升至 30%，CR20 由 63% 提升至 68%。

图 34：中国市场护肤品牌集中度



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

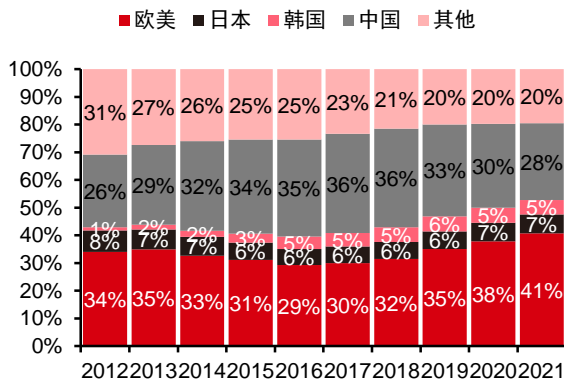
图 35：中国市场彩妆品牌集中度



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

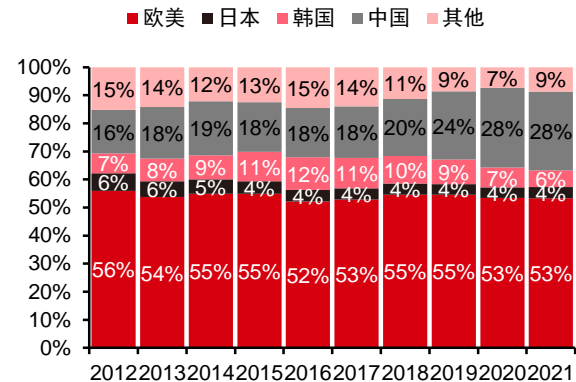
规模较低的品牌市占率持续缩减，护肤领域欧美一线品牌受益扩张，彩妆领域国产头部品牌接棒。截至 2021 年，中国护肤市场仍由外资品牌主导，市占率前五的品牌分别为兰蔻、雅诗兰黛、欧莱雅、百雀羚和玉兰油；美妆市场中高性价比的国货彩妆已后来居上，市占率前五的品牌分别为花西子、完美日记、迪奥、欧莱雅与圣罗兰。在整体集中度提升的同时，榜单 Top10 也频发变动，薇诺娜、珀莱雅在 2021 年跻身前十。

图 36：中国市场护肤品牌按来源分类的市占率情况



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部 注：其他项代表市占率较低的品牌合计

图 37：中国市场彩妆品牌按来源分类的市占率情况



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部 注：其他项代表市占率较低的品牌合计

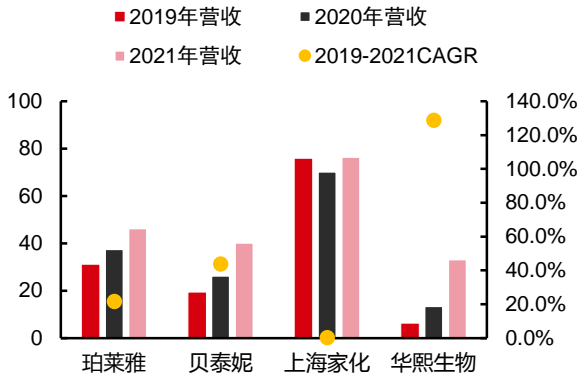
### 国货龙头营收快速成长，国际大牌中国区业绩承压

从 2019-2021 年营收来看，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物（化妆品业务）、上海家化均实现持续稳定增长，其中华熙领涨。2021 年珀莱雅、贝泰妮、华熙生物化妆品业务及上海家化分别实现营收 46.3/40.2/33.2/76.5 亿元，同比+23.5%/+52.6%/+146.6%/+8.7%，2019-2021 年 CAGR 分别达+21.8%/+43.8%/+128.8%/+0.3%。

珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化 2019-2021 年归母净利润均实现持续高速增长，

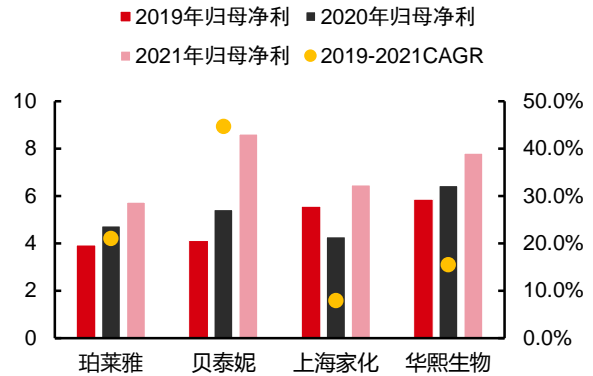
贝泰妮领涨。2021 年其分别实现营业收入 5.8/8.6/7.8/6.5 亿元，同比 +21.0%/+58.6%/+21.1%/+50.9%；2019-2021 年年均复合增长率分别达到 +21.1%/+44.7%/+15.5%/+7.9%。

图 38: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物(化妆品业务)、上海家化 2019-2021 年营业收入(亿元)及 CAGR



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部 \*注: 华熙生物营业收入数据仅选取化妆品业务营业收入部分

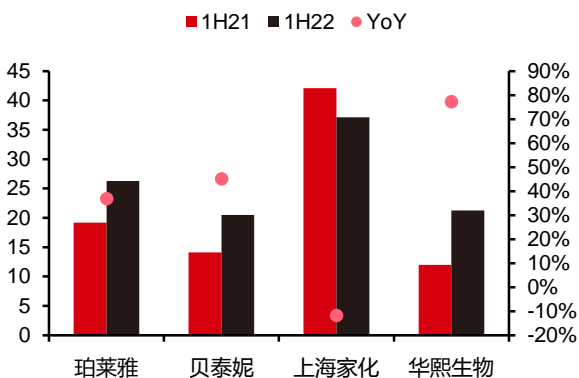
图 39: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化 2019-2021 年归母净利润(亿元)及 CAGR



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

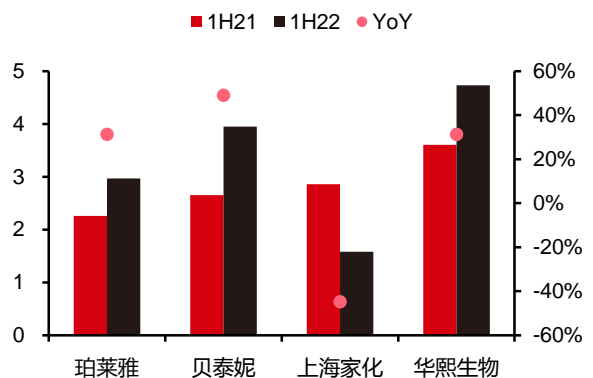
**1H22, 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物业绩表现超越市场预期, 分别实现营业收入 26.3 亿元/20.5 亿元/21.3 亿元, 同比+37%/+45%/+77%; 上海家化实现营业收入 37.1 亿元, 同比-12%, 主要受上海局部地区疫情反复影响。在归母净利润方面, 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物实现归母净利润较大幅度增长, 分别为 2.97/3.95/4.73 亿元, 同比+31%/+49%/+31%; 上海家化实现归母净利润 1.58 亿元, 同比-45%。**

图 40: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物(化妆品业务)、上海家化 1H21-1H22 营业收入(亿元)及 YoY



资料来源: 各公司公告, Wind, 中信证券研究部 \*注: 华熙生物营业收入数据仅选取化妆品业务营业收入部分

图 41: 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物(化妆品业务)、上海家化 1H21-1H22 归母净利润(亿元)及 YoY

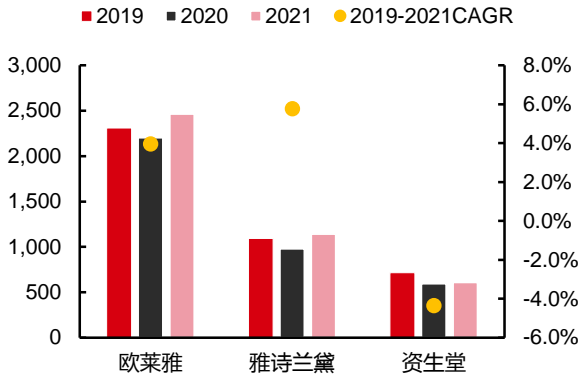


资料来源: Wind, 中信证券研究部

**2019-2021 年, 主要国际品牌营收稳健。**2019-2021 年, 三大国际化妆品集团中欧莱雅、雅诗兰黛保持稳健增长, 2019-2021 年营收年均复合增长率分别达到+4.0%/+5.8%; 资生堂呈现更大压力, 2019-2021 年年均复合增长率为-4.4%, 增速偏低。从利润端来看,

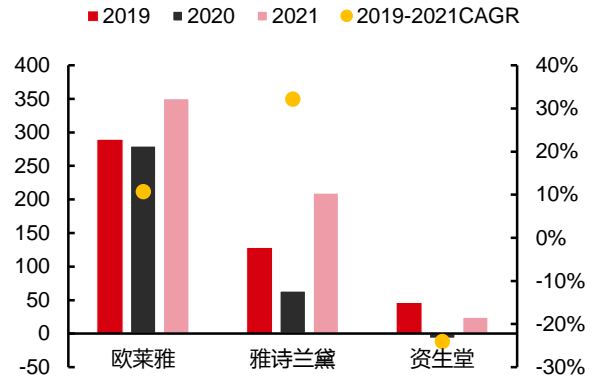
欧莱雅、雅诗兰黛 2019-2021 年年均复合增长率分别达到+10.7%/+32.1%；资生堂 2019-2021 年年均复合增长率为-24.0%。

图 42: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 2019-2021 年营业收入 (亿元) 及 CAGR



资料来源: 各公司公告, Wind, 中信证券研究部 \*注: 雅诗兰黛营收调整至每年 1 月 1 日至 12 月 31 日的自然年算法

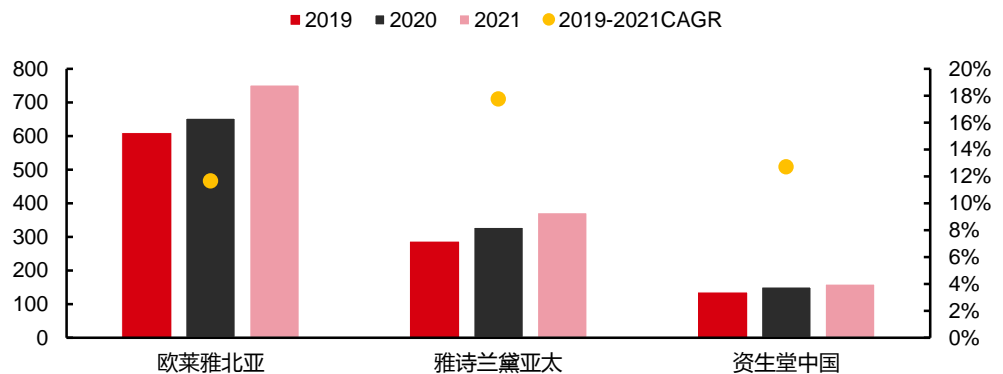
图 43: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 2019-2021 年归母净利润 (亿元) 及 CAGR



资料来源: 各公司公告, Wind, 中信证券研究部 \*注: 雅诗兰黛归母净利润调整至每年 1 月 1 日至 12 月 31 日的自然年算法

从中国(亚太)区业务表现而言, 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太、资生堂中国在 2020-2021 年营收均实现稳定增长, 2019-2021 年年均复合增长率分别达到+11.7%/+17.8%/+12.7%。

图 44: 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太及资生堂中国 2019-2021 年营业收入 (亿元) 及 CAGR

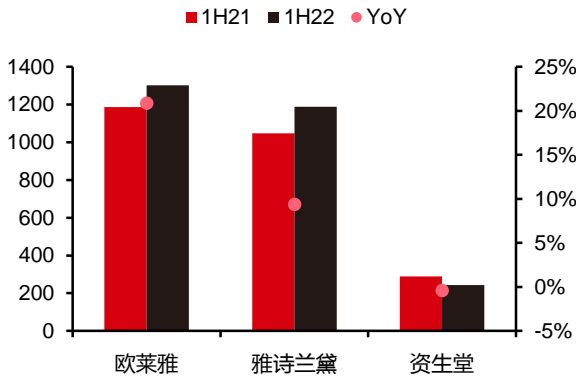


资料来源: 各公司公告, WIND, 中信证券研究部 \*注: 雅诗兰黛营收调整至每年 1 月 1 日至 12 月 31 日的自然年算法

**2022 年 H1, 中国市场的国际品牌仅欧莱雅实现正增长。** 1H22, 欧莱雅、雅诗兰黛实现集团营业收入增长, 分别为 1302 亿元/1188 亿元, 同比+21%/+9%, 资生堂营业收入为 242 亿元, 同比-0.4%。在中国(亚太)区, 欧莱雅仍保持强劲增势, 实现营收 399 亿元, 同比+20%; 雅诗兰黛、资生堂亚太区营收下滑, 分别实现营收 160 亿元/57 亿元同比-17%/-20%。3Q22, 欧莱雅集团实现营收 95.75 亿欧元(约人民币 678 亿元), 同比+9.1%; 前三季度合计实现营收 279.42 亿欧元(约人民币 1972 亿元), 同比+12%。其中, 欧莱雅北亚三季度单季实现营收 24.10 亿欧元(约人民币 170 亿元), 同比+0.3%; 前三季度合计营收 80.31 亿欧元(约人民币 567 亿元), 同比+7.4%。

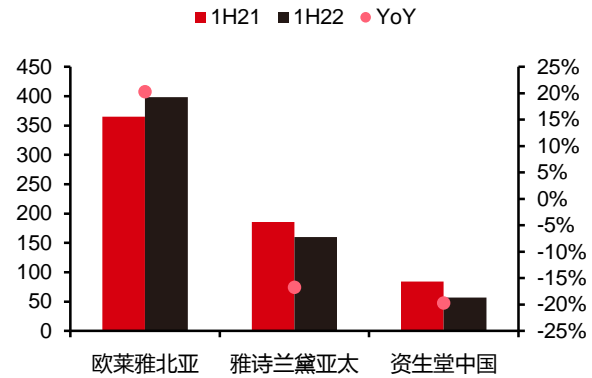


图 45: 欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂 1H22 营业收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

图 46: 欧莱雅北亚、雅诗兰黛亚太及资生堂中国 1H22 营业收入 (亿元) 及 YOY



资料来源: 各公司公告, 中信证券研究部

### 国货品牌突破国际集团的原料/技术“封锁”，国际大牌受到疫情更大损伤 国货正在逐步突破国际大牌的技术/原料“封锁”

随国产品牌研发实力不断增强和国际品牌原料专利逐渐到期，国产品牌已逐步突破国际大牌的原料优势。以欧莱雅集团代表成分玻色因为例，其合成工艺专利在 2020 年 12 月到期，虽仍有部分保护专利存续，但仍有大量国产品牌开始添加相关成分，即羟丙基四氢吡喃三醇，包括 MIXX、春日来信等。其中代表有米蓓尔轻龄紧致能量精华液，主打玻色因、棕榈酰五肽促进胶原再生、烟酰胺、肌肽提亮、愈创木抗炎修复、麦角硫因抗氧化。雅诗兰黛代表成分二裂酵母也有国产替代，包括溪木源、C 咖、百植萃、敷尔佳、PMPM 等均有添加，其中代表有润百颜香槟精华水，主打高纯度二裂酵母和烟酰胺。宝洁旗下的烟酰胺被应用的更为广泛。以 SK-II Pitera 和海蓝之谜神奇活性精粹为代表成分因其成分不明确，较难做出直接对标。但海藻提取物、酵母发酵滤液成分并不特殊，以瑗尔博士为代表的品牌围绕皮肤微生态、藻类提取物做了乳酸菌发酵产物、褐藻精粹等专利成分，BM 肌活以多重发酵做了糙米发酵精粹专利成分，在微生态护肤领域不断突破。

表 5: 国际大牌部分代表成分及其国产对标

品牌	代表成分	代表产品	国产对标	主打成分
SK-II	PITERA (半乳糖酵母样菌发酵滤液)	神仙水	-	-
Olay	烟酰胺	抗糖小白瓶	珀莱雅双白瓶	烟酰胺、微蓝藻、九肽-1、双重 VC、积雪草精粹
雅诗兰黛	二裂酵母	小棕瓶	润百颜 香槟精华水	98%高纯度二裂酵母、烟酰胺
海蓝之谜	神奇活性精粹 (巨藻提取物)	精华面霜	-	-
欧莱雅、 兰蔻	玻色因 (羟丙基四氢吡喃三醇)	黑绷带、修丽可 AGE	米蓓尔 轻龄紧致精华	麦角硫因、玻尿酸、烟酰胺
资生堂	4MSK (4-甲氧基水杨酸钾盐)	美白樱花瓶	溪木源修护 祛痘精华	愈创木、烟酰胺、4MSK

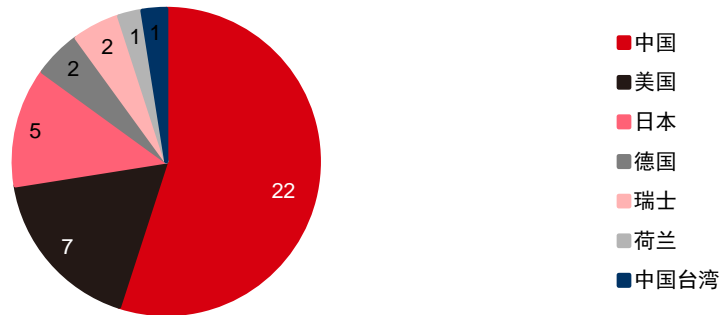
资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 中信证券研究部

### 国产化妆品原料及研发领域繁荣发展，合成生物技术助力有望实现原料端弯道超车

国产新化妆品原料注册起量。自 2021 年中国启动新原料注册备案以来，截至 2022

年 10 月共有 40 款新原料获批，其中过半数为中国企业自主申请获批，显示国产原料厂商研发实力不断增强。

图 47：获批化妆品原料的公司来源



资料来源：国家药品监督管理局，中信证券研究部

**发力合成生物，以创新技术实现功效原料超车。**国家高度重视合成生物技术发展，2016 年 5 月，《国家创新驱动发展战略纲要》便指出重视基因组、干细胞、合成生物、再生医学等技术的深刻影响；2016 年 8 月，合成生物学被列为战略性前瞻性重大科技问题，并在“十三五”发展规划中强调培育合成生物产业链。2019 年 11 月，科技部发布《关于支持建设国家合成生物技术创新中心的函》。2021 年 3 月，做大做强生物经济再次被写入“十四五”规划。2022 年 4 月，科技部再发《关于发布国家重点研发计划“绿色生物制造”等重点专项 2022 年度项目申报指南的通知》，重点推进绿色制造关键技术。

#### 上市龙头、初创公司纷纷以合成生物入局化妆品原料市场：





1) **华熙生物**重点覆盖功能糖、氨基酸衍生物、蛋白质、多肽、核苷酸衍生物及天然活性物六大类生物活性物，主要原料产品有透明质酸、依克多因、麦角硫因、红景天苷、胶原蛋白等；

2) **嘉必优**构建“一主（营养健康食品）两翼（个人护理和美妆、动物营养）”业务格局，主要化妆品原料产品有燕窝酸以及在研的  $\gamma$ -PGA、依可多因、 $\alpha$ -熊果苷、麦角硫因、光甘草定等；

3) **瑞德林**覆盖功效护肤、生物医药、营养健康、动物保健、绿色农业、生物材料六大业务领域，主要原料产品有蓝铜肽、类蛇毒肽、乙酰基六肽、麦角硫因、依克多因等；

4) **中科欣扬**践行“多产业  $\pi$  战略”，覆盖美丽健康、农业环保、能源材料三大业务方向，主要原料产品有依可多因、麦角硫因等。

表 6：上游合成生物化妆品原料公司概况

	华熙生物	嘉必优	瑞德林	中科欣扬
公司				
上市情况	上市公司	上市公司	初创公司	初创公司
覆盖领域	医疗美容、医药健康、功能性护肤品、功能性食品饮料、宠物产品、保健食品	营养健康食品、个人护理和美妆、动物营养	功效护肤、生物医药、营养健康、动物保健、绿色农业、生物材料	美丽健康、农业环保、能源材料
主要化妆品原料产品	透明质酸、依可多因、麦角硫因、红景天苷、胶原蛋白等	燕窝酸、γ-PGA、依可多因、α-熊果苷、麦角硫因、光甘草定等	蓝铜肽、类蛇毒肽、乙酰基六肽、麦角硫因、依克多因等	依可多因、麦角硫因等。
研发人员	626 人 (2022H1)	74 人 (2022H1)	/	/
研发人员占比	17%	18%	60%	>50%
发明专利数量	493	282	46	40

资料来源：各公司官网，华熙生物/嘉必优公告，中信证券研究部

### 随国产化化妆品龙头崛起，国货龙头也越来越受外部供应商重视

伽蓝集团早在 2009 年便被巴斯夫升级为“白金级”会员。2021 年，上海家化与巴斯夫正式签订《科技创新合作框架协议》，以长期创新合作关系加快产品研发与创新。珀莱雅公司已与美国亚什兰、德国巴斯夫、西班牙 Lipoture 公司进行战略合作。

表 7：品牌方与化妆品原料方直接合作实例

品牌方	原料合作方	合作模式	合作方介绍	合作时间
珀莱雅	美国亚什兰	签署了战略合作协议	美国亚什兰主要提供业务涉及个人护理，头发护理，皮肤护理，口腔护理以及家用护理创新原料的相关业务，多年来一直为众多国际一线品牌专供各种明星单品中的核心成分。	2021 年 1 月
	德国巴斯夫	签署了战略合作协议	德国巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，具备全球行业领先研发能力。	2021 年 3 月
	西班牙 Lipoture	与西班牙化妆品公司 PRIMA-DERM, S.L 共同投资设立合资公司 Singuladerm Asia Company	西班牙 Lipotec 公司是全球的主要多胜肽生产商，主要供应抗衰老化妆品三类抗衰老多肽：信号肽（长度为 5-30 个氨基酸，如五肽、六肽），载体肽（三肽）和神经递质阻断肽（六肽）。	2019 年 11 月
上海家化	德国巴斯夫	签订《科技创新合作框架协议》	德国巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，具备全球行业领先研发能力。	2021 年 6 月
伽蓝集团	德国巴斯夫	升级为“白金级”会员	德国巴斯夫是全球最大的化工企业和化妆品原料生产商，具备全球行业领先研发能力。	2009 年 5 月

资料来源：各公司官方微信公众号，中信证券研究部

### 广聚国内外研发人才，深耕研发

国内优质龙头积极挖掘在国际美妆品牌有丰富经验的科研领军人物，提升自身研发能力。并携手优质外援，与高校、实验室进行研发合作。

表 8：国内公司招揽的科研领军人才一览

公司/品牌	挖掘的科研领军人才	个人背景
 珀莱雅 PROYA 珀莱雅	魏晓岚博士 	- 曾任科蒂集团亚太区研发副总裁 - 深耕化妆品及消费品行业,在化妆品原料、化学材料、配方开发和香水设计等多领域
 水羊股份 SYOUNG	陈坚院士 	- 在发酵工程领域的研究工作长达 40 余年 - 获中国发明专利 88 件、国际发明专利 8 件 国家“973”项目首席科学家
	黄虎博士 	前美国宝洁首席科学家、拥有百项专利
 上美集团 CHICMAX 上美	胡新成博士 	原宝洁开发技术总监
	付子华博士 	曾任宝洁、联合利华全球技术总监
	孙培文博士 	曾任宝洁护肤事业部首席科学家
 PMPM PMPM®	李金华博士 	从事化妆品原料开发、配方研发近 30 年
	廖峰博士 	国家正高级生物工程师；前四川华西医院化妆品检测中心功效体外评估部门负责人
 百植萃 Biophyto Genesis 百植萃	李远宏教授 	- 知名皮肤科专家 - 国际皮肤与美容外科联盟常委 - 亚太皮肤屏障研究协会常委
 梅晔生物 Dr.Meyer	凌沛学院士 	- 国际欧亚科学院院士 - 山东省药学院首席科学家 - 研究开发玻尿酸近 40 年，推动中国玻尿酸商业化方向发展的重要人物

资料来源：各公司公告，各公司官方网站，各品牌微信官方公众号，聚美丽微信公众号，青眼微信公众号，中信证券研究部

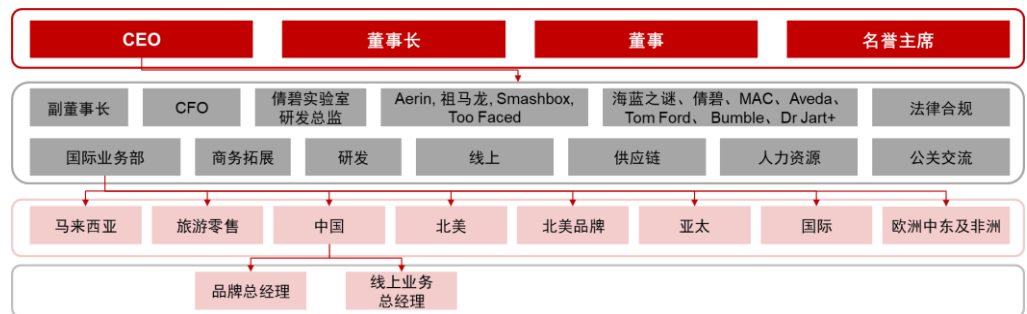
### 国际化妆品集团或受到疫情更大损伤，国货龙头更能匹配日新月异的消费需求

国际大牌整体规模大，生产链条长，供应链效率、管理效率或低于国货龙头，疫情导致更大效率损失。据艾瑞咨询中国本土美妆行业研究报告数据，国际品牌从产品开发到上市，周期约在 14-24 个月；而本土品牌产品开发到上市周期小于 12 个月，多在半年内即可完成。国际品牌节奏相对较慢的原因或在于大集团生产链条、供应链效率、管理效率较低，以雅诗兰黛为例。

雅诗兰黛作为国际一线化妆品集团，旗下拥有 Aerin、祖马龙、海蓝之谜、倩碧、Tom Ford 等多个品牌。雅诗兰黛集团将多数品牌管理、研发、供应链集中至中台，而国际业务部主要负责品牌市场管理及销售。从组织结构上来看，雅诗兰黛集团较为重视中国市场，中国区业务与亚太区业务线基本平级，直接向国际业务上级汇报。但集团研发分立、供应链分立，且集团业务布局甚广，业务发展、针对性研发较难匹配专注于中国业务的国货龙头的业务节奏。

具体到其研发中心和供应链的布局，雅诗兰黛研发中心分布在美国布莱恩、美国梅尔维尔、加拿大万锦、比利时奥维尔、中国上海、韩国首尔、日本东京 7 个城市，横跨北美、欧洲、亚洲。其生产基地分别位于美国、加拿大、墨西哥、巴西、智利、西班牙、英国、比利时、德国、希腊、南非、中国、韩国、日本、澳大利亚。其中，雅诗兰黛中国生产基地位于上海。疫情期间，全球各地均受到疫情带来的影响，且各地放松政策时间不一，商旅限制、供应链梗阻或更加限制了国际品牌的业务节奏。据雅诗兰黛 2022 财年报告，新冠疫情在全球范围影响了雅诗兰黛的供应链、库存及物流运输，并提到中国局部地区疫情的反复导致了销售、物流及分销承压，上海分销中心持续受限，直至 2022 年 6 月才恢复正常运作。

图 48：雅诗兰黛组织架构



资料来源：The Official Board 网站，中信证券研究部

**国货龙头品牌高速成长，借力高效供应链体系，推新频次较快；国际大牌已经形成比较健全的产品矩阵，推新以产品线更新换代为主，主要产品线保持了约 3 年一次更新换代的节奏，2021/2022 年以来全新产品数量明显减少。**

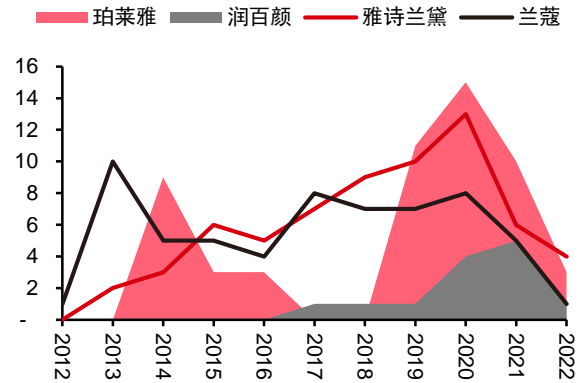
我们从各大品牌目前在售的主要产品（以精华、眼霜、面霜、水乳等产品为主，不包含洁面等产品）出发，梳理了几大品牌主要产品的产品备案注册/更新时间。在产品推新/更新总量方面，国货龙头近年在主要产品推新方面已接近国际大牌水平；国际大牌凭借其更成熟的产品矩阵，维持了其产品线总体更新换代的稳定，但 2021/2022 年以来全新产品对比 2017-2020 年数量明显放缓。

图 49：部分品牌主要产品线推新/更新时间线

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
雅诗兰黛		2	3	6	5	7	9	10	13	6	4
欧莱雅			2	6	4	9	4	6	10	5	2
兰蔻		10	5	5	4	8	7	7	8	5	1
资生堂	2	2	3	4			10	10	5	5	
珀莱雅			9	3	3			11	15	10	3
薇诺娜			11	6	4	15	2	5	1	4	
润百颜									4	5	
夸迪								8		6	
颐莲								8	6	4	
瑗尔博士								4		7	
玉泽				5		6		3		4	
丸美			6		3	4	7	3	7	6	

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部  
注：数字代表当年推新/更新的主要产品数量；时间节点以产品备案时间为准，可能存在产品备案与上市时间不同的情况；产品线梳理以店铺已上新产品为出发点，可能存在新产品已备案但未上线的误差；截至 2022 年 9 月；

图 50：部分头部品牌主要产品线推新/更新节奏



资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部

**国货头部品牌在近年高频推新。**以珀莱雅及润百颜为例：珀莱雅以大单品战略为指导，在 2020 年推出红宝石及双抗系列首款产品，其后围绕系列主题进行了多产品拓展，由精华扩展至眼霜、面霜等，2021 年再推源力系列、保龄球次抛，构建系列产品矩阵；润百颜作为更加新锐的品牌，依托华熙生物玻尿酸核心科技，主打“HA+X”智慧配方，近年高频推新，次抛精华已经建立较好的市场形象。

图 51：珀莱雅主要产品线推新/更新时间

品牌	主要产品	产品名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
珀莱雅	红宝石系列	精华							1	1	
		冰陀螺眼霜								1	
		面霜							1		1
	双抗系列	精华							1	1	
		小夜灯眼霜							1	1	
		粉底液							1	1	1
		面霜							1		
		乳液							1		
		爽肤水							1		
		妆前乳								1	
	源力系列	精华								1	1
		面霜								1	
	保龄球	蓝瓶								1	1
		橘瓶								1	1
	深海蕴活	精华水							1	1	
		精华乳							1	1	
	水漾透润	精华水	1						1		1
		乳液		1					1		
	紧致肌密	面霜		1					1		
		爽肤水	1						1	1	
		乳液	1						1		
		眼霜	1						1		
		精华	1						1		
水动力	面霜	1						1	1		
	爽肤水	1	1					1	1		
	乳液	1	1					1	1		

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部

图 52：润百颜主要产品线推新/更新时间

品牌	主要产品	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
润百颜	玻胶霜									1
	HACE次抛								1	1
	美白精华								1	
	屏障调理次抛								1	1
	水润次抛								1	1
	紧致次抛					1	1		1	
	淡纹眼膜								1	1
	保湿眼霜								1	1
	净透亮肤次抛							1	1	1
	高保湿精华水							1		

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部

**国际大牌基本维持了固有的产品更新节奏，主线产品约每 3 年进行一次更新换代。**以雅诗兰黛、兰蔻为例，雅诗兰黛主要产品线基本保持每 3 年一次备案更新，其中小棕瓶、黑钻系列已形成稳定产品矩阵，节奏更为稳健，专研、智妍系列近年推新相对更为频繁；

兰蔻主要产品线同样维持了约 3 年一次更新的节奏。

值得注意的是，国际大牌产品以固有产品线更新为主，近年推出的全新产品数量似在**缩减，节奏相对放缓**。在目前各品牌天猫官方旗舰店销售的主线产品中，欧莱雅 2022 新品仅“20 霜”和“注光水乳”，雅诗兰黛、兰蔻当季新品全部为固有产品线更新换代，资生堂仅 2021 年新推时光琉璃妆前乳，其余均为产品线升级换代。对比 2017-2020 年国际大牌密集推新，节奏相对放缓。

图 53：雅诗兰黛主要产品线推新/更新时间

品牌	主要产品	产品类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
雅诗兰黛	小棕瓶系列	精华	1	1			1			1			
		眼霜		1	1							1	
	黑钻系列	眼部精华						1				1	
		眼霜			1				1				
		面霜			1				1				
	白金花菁萃	眼部精华									1		
		面霜									1		
		精华露									1		
		精华滋养面霜									1		
	专研系列	紧塑精华						1				1	
		隔离乳									1		
		防晒隔离									1		
		焕白精华									1		1
	智妍系列	紧塑精华面霜		1	1	1					1	1	1
		眼霜									1	1	1
		晚霜			1						1	1	1
		乳液									1	1	1
	石榴系列	面霜			1						1		
		晚霜									1		
		倍润水									1		1
		水凝霜	1								1		
											1	1	

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部

图 54：兰蔻主要产品线推新/更新时间

品牌	主要产品系列	产品名称	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
兰蔻	明星小黑	小黑瓶		1					1		1			
		大眼精华 发光眼霜		1	1					1		1	1	1
	水份缘	粉水	1									1	1	1
		凝霜 乳液		1		1	1					1	1	1
	菁纯臻颜	柔肤水								1	1			
		眼霜		1									1	
		面霜											1	
	极光美白	极光水									1			
		淡斑精华 5号霜		1		1			1			1	1	1
	塑颜系列	凝露水						1			1		1	1
		眼霜 塑颜霜		1			1				1	1	1	1
	黑金奢宠	美容液			1								1	1
		面霜 眼部护理		1							1	1	1	1
		精华乳		1							1	1	1	1
	防晒	小白管		1	1	1				1		1	1	1
		菁纯防晒		1							1	1	1	1

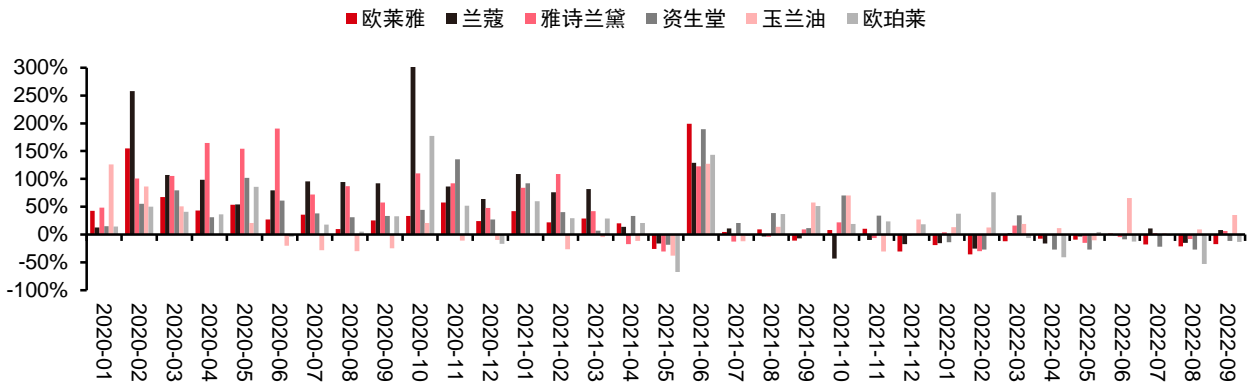
资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，美丽修行 APP，中信证券研究部

## ■ 展望未来：短期承压，前景广阔，头部国货有望持续赶超国际大牌

**消费数据：短期消费承压国货龙头具备韧性，长期消费复苏人均消费提升淘系销售整体下行，国货龙头韧性较强，但 22Q3 增速下滑**

从淘系平台销售来看，多数国际品牌 2022 年处于总销售下滑的状态，三季度销售下滑更为显著。2020-2021,主要国际品牌销售稳健增长。2022 年以来，各主要国际品牌同比增长转负，Q3 尤甚。欧莱雅、资生堂销售明显降温，其中欧莱雅 7-9 月淘系销售同比 -18%/-21%/-17%，资生堂同比 -22%/-27%/-12%。雅诗兰黛销售同比震荡，仅玉兰油表现较好。

图 55: 主要国际品牌化妆品淘系平台月度销售同比



资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

图 56: 2022 年 1-9 月主要国际品牌化妆品淘系平台月度销售同比

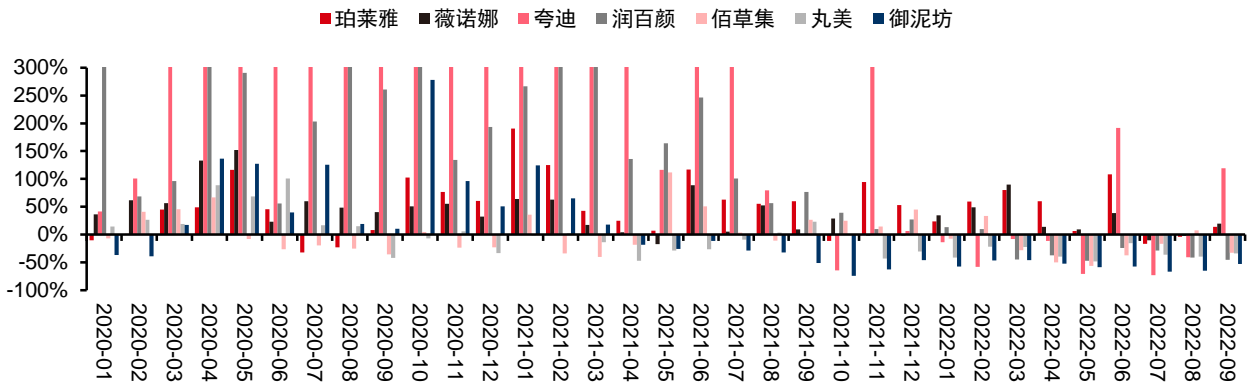
	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	资生堂	玉兰油	欧珀莱
2022-01	-19%	-16%	4%	-14%	13%	37%
2022-02	-36%	-25%	-30%	-27%	12%	76%
2022-03	-12%	3%	16%	35%	19%	-7%
2022-04	-8%	-16%	1%	-27%	11%	-41%
2022-05	-9%	-4%	-15%	-27%	-10%	5%
2022-06	2%	-1%	-5%	-9%	65%	-13%
2022-07	-18%	11%	3%	-22%	3%	-2%
2022-08	-21%	-15%	-8%	-27%	9%	-53%
2022-09	-17%	8%	7%	-12%	35%	-13%

资料来源: 魔镜数据, 中信证券研究部

各国货品牌在 2020-2021 年保持高速增长, 2022 年以来均面临一定压力, 珀莱雅、薇诺娜持续领跑, 但增速有所放缓。2020-2021, 各国货品牌淘系平台销售保持高速增长, 期间内月度销售同比持续保持为正, 珀莱雅、薇诺娜、夸迪在部分月份增长超 300%; 2022 年, 面临消费整体缩量的大环境, 部分品牌淘系平台销售同比增长转负。珀莱雅与薇诺娜逆势保持韧性, 除 618 后的 7-8 月同比小幅下滑, 整体维持了销售增长的势头, 但增速有所放缓。夸迪在 2022 年 6 月和 9 月取得小爆发, 同比分别+192%/+119%。润百颜、佰草集、御泥坊、丸美面临较大压力。



图 57: 主要国货化妆品淘系平台 2020 年至今月度销售同比



资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

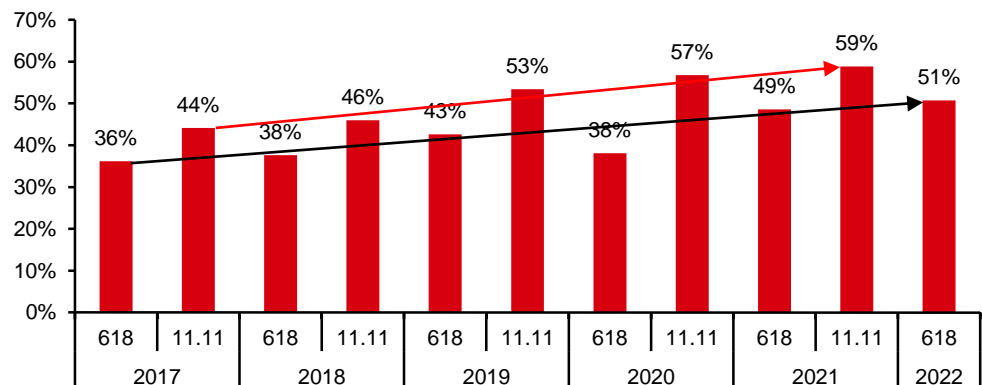
图 58: 主要国货化妆品淘系平台 2022 年 1-9 月月度销售同比

	珀莱雅	薇诺娜	夸迪	润百颜	佰草集	丸美	御泥坊
2022-01	23%	35%	-14%	13%	-7%	-41%	-57%
2022-02	59%	49%	-58%	10%	34%	-22%	-47%
2022-03	80%	90%	-8%	-45%	-28%	-23%	-46%
2022-04	60%	14%	-12%	-38%	-50%	-40%	-52%
2022-05	7%	9%	-71%	-47%	-56%	-48%	-59%
2022-06	108%	39%	192%	-24%	-38%	-15%	-58%
2022-07	-17%	-11%	-73%	-29%	-17%	-36%	-67%
2022-08	-4%	-3%	-41%	-41%	8%	-40%	-65%
2022-09	14%	20%	119%	-45%	-33%	-34%	-53%

资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

**大促虹吸效应整体增强，三季度压力尤甚。**2017-2021 年，“双十一”大促当月销售占 10、11、12 月销售额合计的比重提升至 59%，+15 pcts；2017-2022 年，“618”大促当月销售占 5、6、7 月销售额合计的比重逐步提升至 51%，+15 pcts。考虑到大促分别在第二、四季度，增强的虹吸效应给三季度带来了更大压力。

图 59: 历年大促当月销售收入占大促前中后三个月销售总额比重

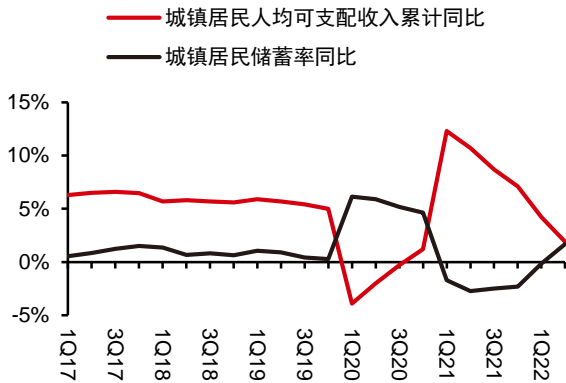


资料来源：魔镜数据，中信证券研究部

**短期储蓄上行挤压消费，中长期看储蓄释放消费复苏，长期发展空间不改**

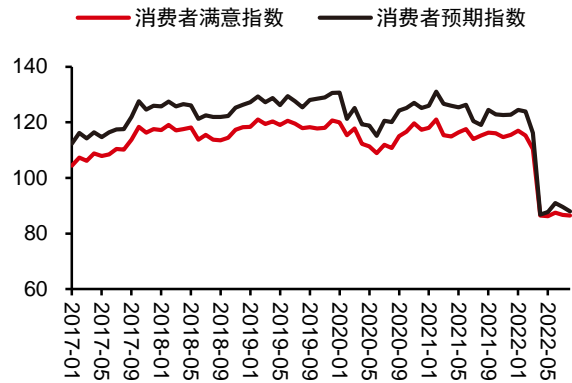
尽管局部疫情反复的影响持续，消费短期整体下行，但其主要影响因素为消费者预期转差，储蓄挤压消费，而非实际收入下行。从宏观数据来看，城镇居民可支配收入自4Q20后同比始终为正，居民可支配收入仍在上行区间，其中1Q21-3Q21同比增长较高主要受基数效应影响，此后可支配收入增速小幅下滑，1Q22城镇居民可支配收入+4.20%，2Q22+1.90%。22M4，消费者预期受疫情影响大幅下滑，居民储蓄率上行，2Q22城镇居民储蓄率同比+1.68%。

图 60：城镇居民可支配收入同比及储蓄率同比



资料来源：Wind，中信证券研究部

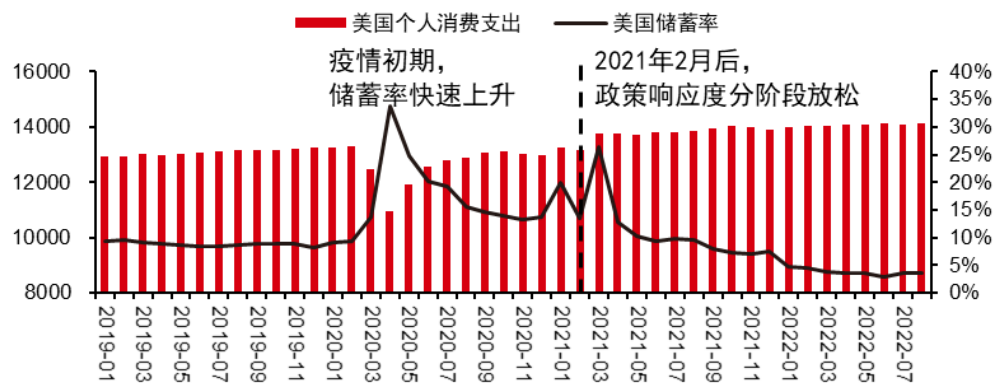
图 61：消费者信心指数细分



资料来源：Wind，中信证券研究部

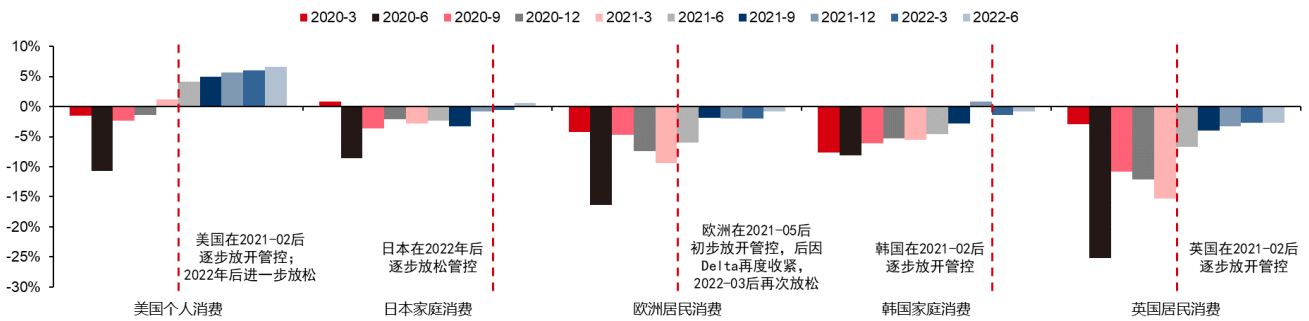
从海外经验看，储蓄率上升带来的消费压制可随疫情缓和、政策放松和预期改善释放。以美国为例，美国市场在疫情初期同样经历了储蓄上升挤压消费的情况，后随其政策响应度降低逐步释放。从世界范围看，各主要国家/地区均在政策放松后出现不同程度的消费复苏。但是，日本、欧洲、韩国及英国在政策放松后居民消费只体现为恢复至2019年末水平上下，只有美国在放松后消费持续上行，这或主要反映各国的内生性因素。

图 62：美国个人消费支出情况（十亿美元）



资料来源：Wind，Oxford COVID-19 Government Response Tracker (Thomas Hale, Anna Petherick, Toby Phillips 等)，中信证券研究部

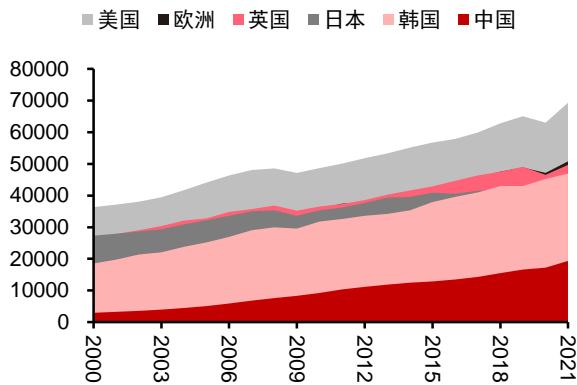
图 63：世界主要国家/地区消费复苏情况



资料来源：Wind, Oxford COVID-19 Government Response Tracker (Thomas Hale, Anna Petherick, Toby Phillips 等)，中信证券研究部 注：数据以 2019-12 为基数计算消费复苏情况

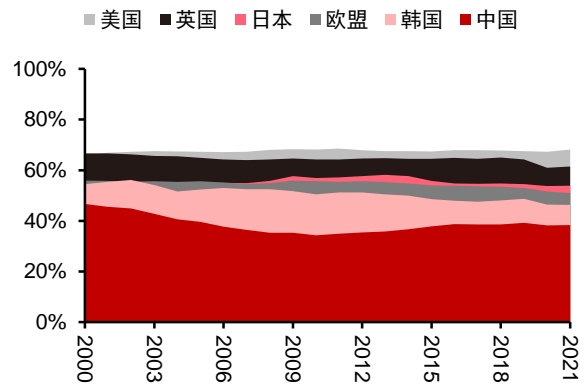
**从宏观视角出发，中国人均 GDP 上升的趋势未发生变化，消费占 GDP 比重偏低的整体结构未发生改变，长期消费前景仍有巨大发展空间。**

图 64：世界主要国家人均 GDP 发展情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

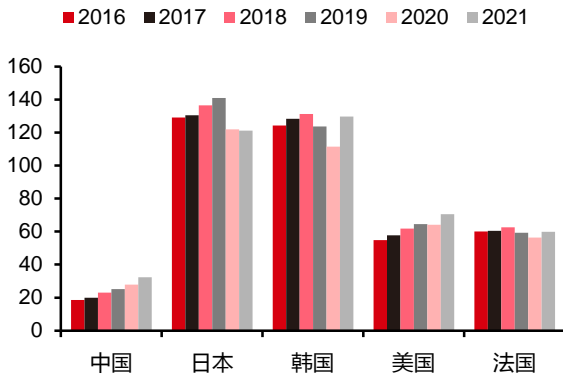
图 65：世界主要国家消费占 GDP 比重



资料来源：Wind，中信证券研究部

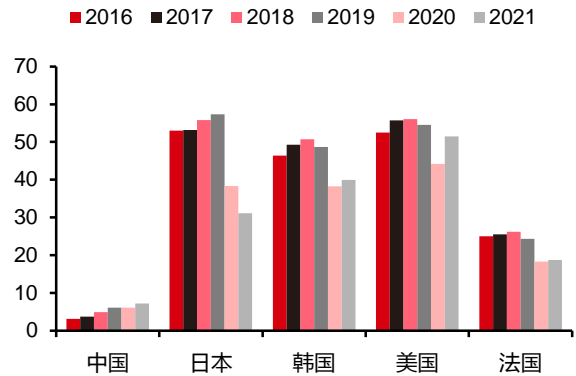
**在美妆护肤领域，中国市场对比发达国家仍有充足发展空间。**以人均消费计，中国市场人均护肤产品消费持续提升，至 2021 年达 32.3 美元。对比世界主要国家，2021 年日本人均护肤品消费达 121.2 美元，韩国达 129.6 美元，美国达 70.6 美元，法国达 59.8 美元。从人均消费对标出发，中国护肤品市场规模仍有 2~4 倍发展空间。在彩妆领域，2021 年中国人均彩妆消费 7.2 美元，同期日本为 31.1 美元，韩国为 39.9 美元，美国为 51.5 美元，法国为 18.7 美元，中国彩妆市场规模仍有 3~7 倍发展空间。

图 66: 主要国家人均护肤品消费金额 (单位: 美元)



资料来源: 欧睿咨询, 中信证券研究部

图 67: 主要国家人均彩妆消费金额 (单位: 美元)



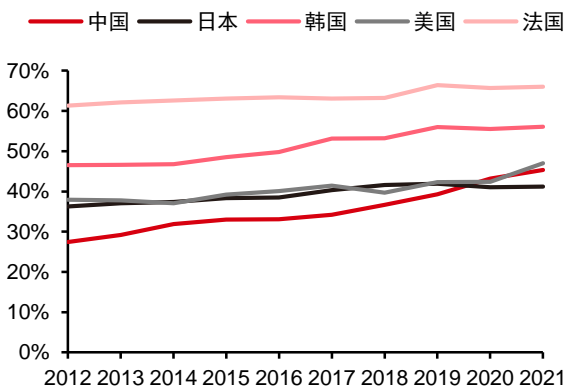
资料来源: 欧睿咨询, 中信证券研究部

### 市场格局: 品牌集中度已达较高水平, 龙头确定性提升

从市场集中度看, 2021 年中国化妆品市场集中度 CR20 和 CR100 已达较高水平, 大品牌能够通过挤压小品牌获得的增长空间收窄, 竞争局整体稳定, 未来化妆品市场更多的是大品牌之间的此消彼长。

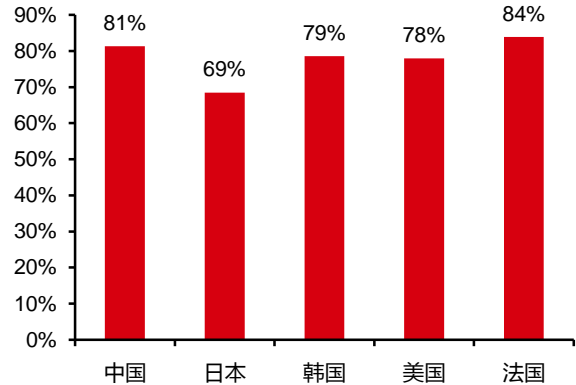
在护肤品类中, 2021 年中国前 20 大品牌集中度已达 45%, 超过日本 41%, 接近美国 47%, 头部品牌集中度已达较高水平。2021 年, 欧睿咨询收录的前 100 品牌合计市占 81%, 超过日本、韩国、美国水平, “不知名” 小品牌的市占率较低。

图 68: 世界主要国家护肤品类品牌集中度 CR20



资料来源: 欧睿咨询, 中信证券研究部

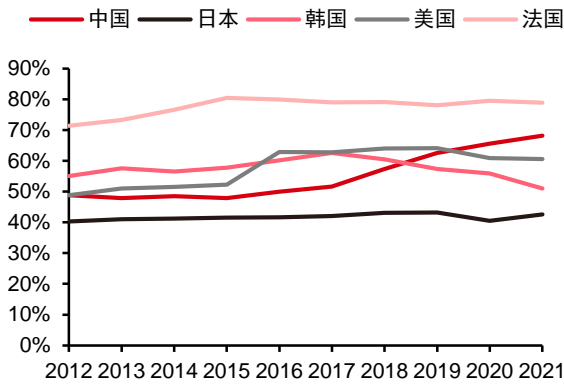
图 69: 2021 年世界主要国家护肤品类品牌集中度 CR100



资料来源: 欧睿咨询, 中信证券研究部

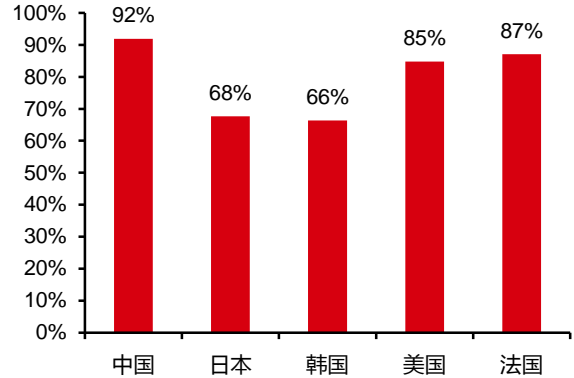
在彩妆品类中, 2021 年中国前 20 大品牌集中度已达 68%, 超过日本、韩国、美国水平。2021 年, 欧睿咨询收录的前 100 品牌合计市占 92%, 超过日本、韩国、美国、法国水平, “不知名” 小品牌的市占率已经极低。

图 70：世界主要国家彩妆品类品牌集中度 CR20



资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

图 71：2021 年世界主要国家彩妆品类品牌集中度 CR100

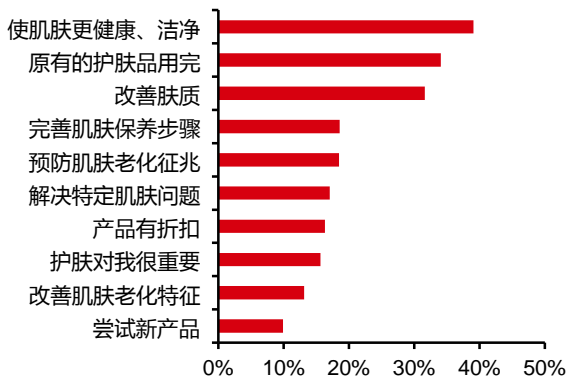


资料来源：欧睿咨询，中信证券研究部

### 功效崛起：随着消费者智识提升，对功效原理的关注必将持续提升，研发及原料实力在品牌竞争中起更为重要的作用

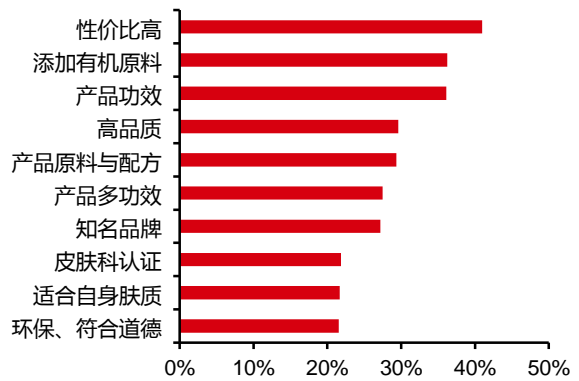
**消费者调研反馈验证功效护肤高需求。**据欧睿咨询 2021 年消费者调研，中国美妆个护消费者前三位购买动机分别是肌肤健康、抗老化、解决肌肤问题；前三位产品偏好分别为兼具性价比与功效、成分环保符合规范、讲究原料配方。

图 72：中国消费者化妆品购买动机



资料来源：欧睿咨询 2021 年消费者调研，中信证券研究部

图 73：中国消费者化妆品产品偏好



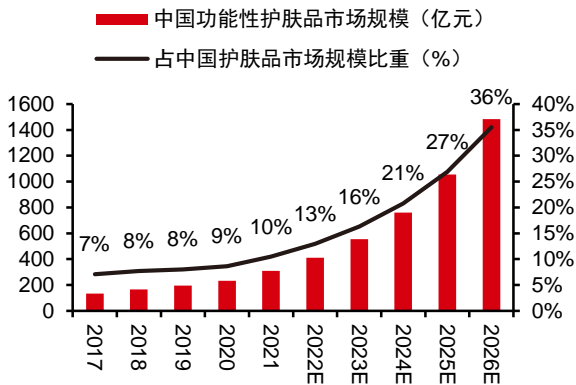
资料来源：欧睿咨询 2021 年消费者调研，中信证券研究部

**市场规模快速增长，预计 2025 年市场规模可超千亿。**2017-2021 年，功效性护肤品市场规模从 133 亿元成长至 308 亿元，CAGR+23.4%。弗若斯特沙利文预计功效护肤将在未来 6 年以+38.8%的复合增速成长，2025 年市场规模可超千亿规模（转引自巨子生物招股书）。

**对比世界功效护肤品之市场地位，目前中国功效护肤市场仍有充足发展空间。**结合欧睿咨询对中国及世界护肤品市场规模的预测，我们测算 2021 年中国功效护肤市场占护肤品总市场规模比重为 10%。据 Fortune Business Insights 数据及欧睿咨询数据，2021 年世界功效护肤品占护肤品市场规模比重为 20%，其（这两家还是其中哪家机构？）预计功效护肤占比将在 2026 年升至 22%。从时间节点来看，弗若斯特沙利文预计中国功效护肤

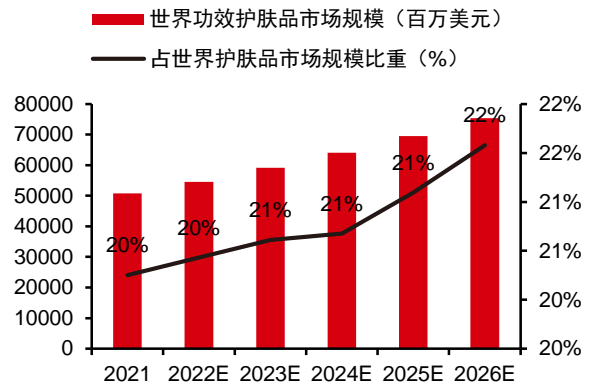
市场比重约可在 2024 年达到世界平均水平，功效护肤仍有约三年的高速发展期（转引自巨子生物招股书）。

图 74：中国功效护肤市场规模及比重



资料来源：弗若斯特沙利文（转引自巨子生物招股书，含预测），欧睿咨询，中信证券研究部

图 75：世界功效护肤市场规模及比重



资料来源：欧睿咨询（含预测），Fortune Business Insights，中信证券研究部

## 原料突破：成分看齐海外巨头，国牌在植提方向具备优势

### 国际大牌优势成分面临更大竞争

欧莱雅、雅诗兰黛长期使用的 A 醇、积雪草精粹、胜肽、波色因、烟酰胺、神经酰胺及其他植物提取物在国货中均可见到直接对标，雅诗兰黛小棕瓶主打的二裂酵母提取物也不再独占。且在部分细分成分和方向上，如透明质酸、燕窝酸（燕窝提取物）、植物提取等方面，国产品牌反而具备领先优势。

表 9：部分品牌主要产品及主打原料

欧莱雅	复颜水乳	视黄醇、积雪草、胜肽
	葡萄籽水乳	神经酰胺
	波色因水乳	波色因
	牡丹水乳	烟酰胺、牡丹精粹
	金致臻颜	松露精粹、茶酵精粹
	黑精华	二裂酵母、S.F.E
	注白瓶	阿魏酸、烟酰胺、二裂酵母
	逆时精华	A 醇、波色因
	光子瓶	美白 377、烟酰胺
	金致臻颜	蜂蜜提取物、四胜肽、亚麻籽提取物
	紫熨斗	波色因、玻尿酸、蛇毒胜肽
	小蜜罐	波色因、四胜肽、七叶树提取物、蜂蜜提取物
	复颜	A 醇、积雪草、咖啡因
	葡萄籽	葡萄籽、咖啡因
	20 霜	波色因、角鲨烷、泛醇 B5
	小蜜罐	波色因、四胜肽、蜂蜜提取物

	绿果冻	透明质酸、维生素、矿物质精粹
	零点霜	玻尿酸、玻色因
	复颜大红罐	积雪草精粹
雅诗兰黛	小棕瓶系列	律波肽，二裂酵母
	黑钻系列	南法诺瓦黑松露
	白金花菁萃	极地花瓣
	专研系列	海藻酵母、AA2G
	智妍系列	木槿花精粹
	红石榴系列	红石榴精粹
	珀莱雅	红宝石系列
双抗系列		麦角硫因、虾青素、EUK-134、Lipochroman
源力系列		神经酰胺
保龄球		透明质酸、紫苏籽油、燕麦油
润百颜	玻胶霜	玻尿酸、肌肽、VA、VC、VE
	HACE 次抛	VA、VC、VE、烟酰胺、燕窝提取物、透明质酸
	美白精华	VC、磺酸、玻尿酸
	屏障调理次抛	乳酸杆菌发酵物、玻尿酸、神经酰胺、依克多因、积雪草精粹
	水润次抛	多重玻尿酸
	紧致次抛	二裂酵母、酵母提取物、玻尿酸
	淡纹眼膜	玻尿酸、视黄醇
	保湿眼霜	玻尿酸、胜肽、麦角硫因
	净透亮肤次抛	水杨酸、烟酰胺、玻尿酸
	高保湿精华水	二裂酵母、烟酰胺、玻尿酸

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店，中信证券研究部

## 国际大牌发力纯净护肤，国货龙头在植提方向具备优势

近年来，亚仕兰 Ashland、禾大 Croda 等国际龙头企业指出，消费者逐渐重视并要求成分属于自然或自然衍生物，成分自然的“纯净美妆”是全球大趋势之一，天然植物提取技术在“纯净美妆”趋势下成为热潮，国际品牌纷纷发力。亚仕兰报告显示，国际跨国企业的产品中具有自然宣称属性的产品达到了 15466 种，2015-2020 年品类复合增速 10%。从国际大牌的产品线来看，高端产品多以植物提取原料为主打。如欧莱雅金致臻颜主打新西兰麦卢卡花蜜提取物，雅诗兰黛黑钻主打南法诺瓦黑松露、冻龄白金主打极地花精粹、专研系列主打海藻酵母精粹。

**中国拥有地区专属的植物和特色植物成分。**在特色植物方面，福建古田银耳、甘肃陇南油橄榄、新疆伊犁薰衣草、新疆喀什光果甘草、海南褐藻、浙江德清珍珠、海南芦荟、香格里拉松茸等均为中国特色植物，每种植物都具有自己独特的功效成分，且中国企业在相关植物提取已积累了丰富经验和优势。

表 10：中国特色植物成分

特色成分	成分功效	代表公司
银耳提取物	银耳多糖可吸水保湿，并在皮肤上形成保护膜，被称为“植物玻尿酸”	溪上
油橄榄叶提取物	橄榄苦苷、羟基酪醇、黄酮等多酚系抗氧化物，橄榄苦苷对肌肤修复去红有显著效果	一叶子

特色成分	成分功效	代表公司
薰衣草提取物	抗炎舒缓，抗氧化，平衡水油	伊帕尔汗
光果甘草提取物	抑制络氨酸酶活性（美白），清除氧自由基（抗氧化），防止皮肤粗糙及抗炎、抗菌的功效。	谷雨
褐藻提取物	有助于促进胶原蛋白生成，清除自由基，抗氧化，强健皮肤微生态	瑗尔博士
珍珠提取物	珍珠多肽具备一定抗老美白功效	欧诗漫
松茸提取物	松茸多糖具备保湿功效，松茸三萜可抗氧化、提亮肤色	稀物集
芦荟提取物	芦荟可抑制白介素，有助于消炎；荟多糖可促进细胞愈合，芦荟丁可抑制痤疮杆菌滋生，有助于祛痘	寻荟记

资料来源：《这就是中国成分》美丽修行&中国国家地理，中信证券研究部

在提取技术方面，国货龙头已有多项技术积累。贝泰妮着手从超过 6500 种的云南特色植物中筛选出能够解决相应皮肤问题的活性成分，也在推动植物原料标准制定。2021 年，贝泰妮研究院开展自主/联合成功研发多种贝泰妮专属活性物，如酸浆萼提取物、肾茶提取物、牡丹根皮提取物、青刺果神经酰胺、普洱茶叶提取物、青刺果三代包裹粒子，腾冲热泉菌种来源依克多因等。珀莱雅在番石榴叶、松籽油、油茶饼粕中提取高纯卵磷脂、红参提取物成分方面已获得专利。上海家化在多种中药提取物、植物果油和植物籽油、青蒿提取物、腥草提取物、薄荷提取物、艾叶提取物、人参提取物、牛蒡提取物、肉苁蓉鳞茎提取物、大麦萌芽提取物、紫苏嫩叶提取物、向日葵芽和鹰嘴豆籽提取物方面积累了众多专利。

表 11：化妆品上市公司动植物萃取技术专利列举

公司	专利名称	申请号	申请日	公开日
贝泰妮	一种滇黄精提取物及其制备方法和应用	CN202210086866.3	2022.01.25	2022.04.12
	一种具有抗炎功效的酸浆提取物的质量检测方法	CN202010361133.7	2020.04.30	2022.02.22
	一种重楼果壳提取物的制备方法及应用	CN201911132724.0	2019.11.19	2021.09.17
	一种马齿苋提取物的制备方法及应用	CN201910665804.6	2019.07.23	2021.08.27
	一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法	CN201810662916.1	2018.06.25	2021.08.27
	一种槲皮素-3-龙胆二糖苷的制备方法及应用	CN201911132729.3	2019.11.19	2021.08.13
	一种青刺尖茎叶黄酮提取物的定性分析方法及其中夏佛塔苷的定量分析方法	CN202110309957.4	2021.03.23	2021.07.02
	一种八角茴香植物防腐抑菌组合物及其制备工艺与应用	CN202110213086.6	2021.02.25	2021.06.18
	一种黄柏甘草祛痘植物组合物及其应用	CN202110213010.3	2021.02.25	2021.06.18
	一种水龙提取物的制备方法及应用	CN202011057272.7	2020.09.30	2021.01.05
	一种具备抑制痤疮相关病原菌的植物复合物及其应用	CN202011057271.2	2020.09.30	2021.01.05
	一种具有长氧化诱导时间的青刺果油的制备工艺	CN202011068845.6	2020.09.30	2021.01.05
	一种具有抗炎功效的酸浆提取物的制备方法及其质量控制方法	CN202010361133.7	2020.04.30	2020.10.30
	一种从重楼茎叶中分离制备高纯度皂苷类化合物的方法	CN202010361131.8	2020.04.30	2020.07.28
	一种厚朴植物防腐抑菌组合物及其制备工艺与应用	CN202010041322.6	2020.01.15	2020.06.05
	一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	CN201921160402.2	2019.07.23	2020.05.26
	一种含多元植物成分的化妆品防腐剂及其应用	CN202010041306.7	2020.01.15	2020.05.05



公司	专利名称	申请号	申请日	公开日
珀莱雅	一种重楼果壳提取物的制备方法及其用途	CN201911132724.0	2019.11.19	2020.02.14
	一种槲皮素-3-龙胆二糖苷的制备方法及其用途	CN201911132729.3	2019.11.19	2020.02.11
	一种用于马齿苋植物提取的多段恒温提取设备	CN201910665794.6	2019.07.23	2019.09.24
	一种马齿苋低温提取方法	CN201910665803.1	2019.07.23	2019.09.20
	一种马齿苋提取物的制备方法及其用途	CN201910665804.6	2019.07.23	2019.09.06
	高稳定青刺果脂质体的制备工艺及其在化妆品中的应用	CN201811175968.2	2018.10.10	2019.04.09
	一种青刺果仁总黄酮提取物的制备方法	CN201810662916.1	2018.06.25	2018.09.21
	一种具有抗敏功效的番石榴叶提取物的制备方法	CN201810747921.2	2018.07.10	2021.05.04
	一种具有紧致毛孔功效的植物提取物及其制备方法	CN201910937942.5	2019.09.30	2021.03.30
	一种具有祛黑眼圈功效的植物提取物的制备方法	CN201810954328.5	2018.08.21	2021.03.26
	一种从松籽油中提取高纯度异海松酸的方法	CN201810434808.9	2018.05.09	2020.12.01
	一种从油茶饼粕中提取高纯卵磷脂的方法	CN201810705984.1	2018.07.02	2020.09.15
	一种从油茶饼粕中提取高纯卵磷脂的方法	CN201810705984.1	2018.07.02	2018.12.14
	一种具有抗敏功效的番石榴叶提取物的制备方法	CN201810747921.2	2018.07.10	2018.11.23
上海家化	一种具有祛黑眼圈功效的植物提取物的制备方法	CN201810954328.5	2018.08.21	2018.11.16
	一种从松籽油中提取高纯度异海松酸的方法	CN201810434808.9	2018.05.09	2018.10.30
	一种红参提取物的制备方法	CN201810127824.3	2018.02.08	2018.08.24
	抗糖化的中药提取物	CN202111648102.0	2021.12.30	2022.04.26
	抗衰老的中药组合物	CN202011591031.0	2020.12.29	2022.03.25
	包含植物果油和植物籽油的组合物及其应用	CN202111527643.8	2021.12.14	2022.03.04
	青蒿提取物及其应用	CN202111158681.0	2021.09.30	2021.12.31
	鱼腥草提取物及其在皮肤外用剂中的应用	CN201911172926.8	2019.11.26	2021.05.28
	薄荷提取物及其在皮肤外用剂中的应用	CN201910994133.8	2019.10.18	2021.04.20
	艾叶提取物及其在皮肤外用剂中的应用	CN202010197032.0	2020.03.19	2020.06.09
	一种包含人参提取物和牛蒡提取物的组合物	CN201510884555.1	2015.12.04	2019.10.18
	一种肉苁蓉鳞茎提取物的制备方法及其延缓皮肤衰老作用	CN201410502895.9	2014.09.26	2018.11.13
	一种肉苁蓉鳞茎提取物的制备方法及其保湿作用	CN201410502922.2	2014.09.26	2018.10.30
	一种大麦麦芽提取物及其在皮肤外用剂中的应用	CN201810588873.7	2018.06.08	2018.09.07
青蒿提取物的保湿用途及含青蒿提取物的皮肤组合物	CN201810480794.4	2018.05.18	2018.09.04	
紫苏嫩叶提取物及其应用	CN201810587172.1	2018.06.08	2018.08.17	
一种具有抗炎功效的向日葵芽和鹰嘴豆籽提取物的组合物	CN201710873351.7	2017.09.25	2018.02.16	

资料来源：国家知识产权局，中信证券研究部

## ■ 风险因素

局部疫情反复下，居民购买意愿持续偏低，压制美妆等可选消费；

国际品牌多渠道大力度促销，侵蚀本土品牌份额；

新品销售不达预期；

流量、品宣等侵蚀业绩；

监管政策趋严影响行业增速；

研发投入显现成效需时间积累；

原料国产替代速度、幅度或不达预期。

## ■ 投资建议

目前市场的主要分歧在于，需求端相对疲弱趋势下，美妆行业未来发展空间判断以及头部国货能否在愈加激烈的竞争中保持快速增长，我们认为：①短期确实存在压力，但消费复苏时美妆需求有望明显反弹，同时从客单价角度看中国护肤品市场规模仍有 2~4 倍发展空间；②在理性消费、“性价比”意识提升趋势下，预计未来竞争将持续更加聚焦于产品，国货正在逐步突破国际大牌的技术/原料“封锁”，在当下“纯净美妆”成为国际头部品牌纷纷发力的热点方向，而国货在植物成分方面具有更多优势。梳理两条投资主线：①重点推荐研发资源积累丰富、体系日臻完善的头部国货标的珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展、丸美股份；②重点推荐随着研发/原料端重要性提升、具有一定资源积累的产业链上游受益标的嘉必优等。

表 12：美妆板块重点公司盈利预测与估值（时间截至 2022/10/21 收盘）

板块	公司名称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元人民币)				23/22 增速	PE 对应 FY23/E	PEG
			FY21	FY22/E	FY23/E				
品牌	珀莱雅	484	5.76	7.59	9.88	30%	49	1.6	
	华熙生物	591	7.82	10.21	13.43	32%	44	1.4	
	贝泰妮	669	8.63	12.35	16.05	30%	42	1.4	
	鲁商发展	78	3.62	4.48	6.54	46%	12	0.3	
	上海家化	192	6.49	4.74	8.23	74%	23	0.3	
	丸美股份*	114	2.48	2.60	2.85	10%	40	4.2	
原料	嘉必优	47	1.29	1.37	1.96	43%	24	0.6	
供应链	嘉亨家化	24.45	0.97	1.12	1.62	45%	15	0.3	
	青松股份	30.48	-9.12	-	-	-	-	-	
代运营	壹网壹创	61.48	3.27	4.13	4.24	3%	15	5.4	
	丽人丽妆	48.19	4.11	-	-	-	-	-	
	若羽臣	20.54	0.29	-	-	-	-	-	

资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

\*注：丸美股份盈利预测调整，鉴于公司线下收入利润占比高，Q2-Q3 受各地散点疫情影响大；同时，彩妆恋火销售受头部 kol 影响大，故调整公司 2022/23/24 年营业收入预测至 17.93/19.56/22.10 亿元，调整公司 2022/23/24 归母净利润预测至 2.61/2.83/3.17 亿元

## ■ 相关研究

- 美妆及商业行业美妆行业竞争格局专题—美妆产业链“国产替代”之品牌篇：  
研发升级，文化自信，高端分流  
(2022-10-17)
- 美妆及商业行业医美行业跟踪快报—激浊扬清，新阶段监管或更全面与深入(2022-09-20)
- 美妆及商业行业 2022 年中报及 8 月线上销售情况总结—承压下分化成长，淡季中静待花开  
(2022-09-06)
- 美妆&医美行业产业链专题报告—美妆边际复苏，医美逆势增长  
(2022-07-19)
- 功能性护肤品专题之规模篇—供需共振，破圈扩容  
(2022-07-08)
- 美妆行业 2022 年 618 复盘及二季度业绩前瞻—Q2 受疫情影响，下半年有望趋势性好转  
(2022-06-29)
- 医美行业深度跟踪报告—医美进入合规时代，激浊扬清、龙头受益  
(2022-06-15)
- 美妆及商业行业胶原蛋白系列专题之二—胶原蛋白，奏响美丽与健康新号角（PPT）  
(2022-06-08)
- 美妆及商业行业胶原蛋白系列专题之二—胶原蛋白，奏响美丽与健康新号角(2022-06-07)
- 美妆及商业行业 2022 年 618 数据小结—竞争持续加剧，看好国货优质龙头逆势崛起  
(2022-06-06)
- 美妆及商业行业跟踪报告—疫情下的美妆：暂遇挑战，前途光明  
(2022-05-20)
- 美妆及商业行业化妆品原料专题—原料江湖，谁主沉浮  
(2022-05-10)
- 美妆及商业行业美妆 2021 年报和 2022 年一季报总结与展望—分化中成长，进化中蓄势  
(2022-05-05)
- 黄金珠宝零售行业专题研究系列—一时光之璀璨果实，以岁月匠心为城池  
(2022-04-26)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国大陆：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**中国香港：**本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

**欧洲经济区：**本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

**印度：**CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 [Compliance-India@clsa.com](mailto:Compliance-India@clsa.com)。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2022 版权所有。保留一切权利。