

美容护理行业

化妆品行业深度研究：品牌力提升带动格局优化，看好国货龙头长期价值

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势

投资要点：

➤ **化妆品行业长期投资价值来源于棘轮效应。**根据欧睿数据，2021年中国化妆品市场规模达到5686亿元，预计未来5年CAGR为8%，2026年增长至8177亿元规模有望追平美国市场。后续增长主要源自人均消费金额提升，我国护肤/彩妆主要人群人均消费额较成熟市场有2.4倍/5倍增长空间。

➤ **行业格局优化，国货龙头崛起。**国际品牌在华增速放缓，国货龙头市占率和排名持续提升，2021年珀莱雅、薇诺娜行业排名进入前10，后续格局优化可期，中国化妆品市场将步入龙头整合阶段。

➤ **从产品力到品牌力，品牌矩阵支撑集团化增长。**1) 产品：产品力的基础在于底层原料配方，国货企业依据不同路径纷纷加码研发强化核心优势，持续推进大单品战略提升增长持续性和盈利能力，依靠多品牌打开新增长空间。2) 渠道：分散化流量背景下，龙头集团依托全域强运营能力，紧跟消费者和流量平台趋势变化，抓住新渠道的高增机遇。3) 营销：成长期维持35%-45%的较高销售费用率投放，高频触达目标消费者，同时重视前期内容营销的投入形成长期的购买转化。4) 组织：高效灵活的组织顺应消费者需求迭代，为产品、渠道方面的持续升级革新提供底层基础。

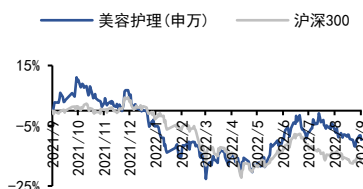
➤ **高估值来源于增长预期。**国际龙头集团前期业绩增速高峰时PE在65倍，增速放缓后估值下滑，近十年虽然业绩增长中枢在10%以下，但估值重新上移至2021年的43倍，高估值来源转变为品牌矩阵带来的集团化增长。国货化妆品龙头处于业绩增速30%-50%的高速成长阶段，近一年PE通常不低于60倍，高估值来源于大单品路径下的快速放量。

➤ **投资建议：**化妆品国货崛起趋势持续，国货加码研发产品力持续提升，渠道运营能力优势明显，建议优先关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、科思股份。

➤ **风险提示：**疫情影响消费需求，行业监管趋严，行业竞争加剧。

代码	名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E
603605	珀莱雅	455.53	5.76	7.37	9.32	11.64	88	62	49	39
300957	贝泰妮	723.68	8.63	12.03	16.21	21.28	150	60	45	34
688363	华熙生物	689.40	7.82	10.34	13.68	17.69	115	67	50	39
600223	鲁商发展	95.05	3.62	4.97	6.59	8.33	21	19	14	11
600315	上海家化	206.47	6.49	5.87	8.16	9.79	64	35	25	21
300740	水羊股份	52.76	2.36	3.23	4.79	6.50	47	16	11	8
603983	丸美股份	97.11	2.48	2.69	3.13	3.62	28	36	31	27

数据来源：Wind，华福证券研究所（注：预测值来自Wind一致预期）



相关报告

1、《化妆品行业 2022 年中报点评：关注行业复苏弹性，把握龙头确定性增长》— 2022.09.05

正文目录

1.	增长空间：化妆品行业长期投资价值来源于棘轮效应.....	1
1.1	规模增速：对比成熟市场阶段，增长来自人均消费提升.....	1
1.2	需求持续：护肤品粘性强，高频和复购支撑永续增长.....	4
2.	行业格局：国货替代趋势持续，品牌马太效应凸显	5
2.1	产业链：中游品牌商掌握定价权	5
2.2	格局变迁：化妆品消费回流，国货龙头崛起正当时	8
3.	研究框架：国货崛起正当时，从产品力向品牌力进发.....	11
3.1	产品：研发为基塑造核心竞争力，大单品拉长生命周期.....	12
3.2	渠道：全渠道高增速，彰显龙头公司运营能力	16
3.3	营销：发力短视频等新媒体种草，内容营销输出品牌价值.....	19
3.4	组织：国际集团加码数字化，中国龙头企业灵活反应持续创新.....	21
4.	估值体系：高 PE 由增长预期支撑	23
5.	投资建议.....	25
6.	风险提示.....	25

图表目录

图表 1：中国化妆品市场规模有望于 2026 年追平美国	1
图表 2：五国化妆品主要消费人群人均消费金额	2
图表 3：中国化妆品主要人群消费金额较低	2
图表 4：16-21 年中国高端化妆品市场 CAGR 为 24%	3
图表 5：中外品牌价格带	3
图表 6：五国皮肤学级护肤品市场规模	3
图表 7：五国皮肤学级护肤品渗透率	3
图表 8：中国功效性护肤品市场规模及专业性赛道渗透率	4
图表 9：2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次	4
图表 10：化妆品零售增速优于社零	5
图表 11：化妆品疫后恢复领先于社零	5
图表 12：化妆品品牌复购率较高	5
图表 13：品牌商在化妆品产业链中盈利能力和价值分布均有优势	6
图表 14：国货化妆品集团毛利率	7
图表 15：国货化妆品集团净利率	7
图表 16：国货化妆品集团平均 ROE	7
图表 17：国货化妆品集团 ROIC	7
图表 18：国货化妆品集团权益乘数	8
图表 19：国货化妆品集团总资产周转率	8
图表 20：成熟化妆品市场发展历程复盘	8
图表 21：中国护肤品市场本土品牌排名上升	9
图表 22：近十年中国护肤品市场集中度	9
图表 23：2021 年各国护肤品市场集中度	9
图表 24：中美日 TOP15 彩妆品牌市占率	10
图表 25：中国彩妆市场集中度降低	10
图表 26：2021 年各国彩妆市场集中度	10
图表 27：2022 年 618 天猫分品牌 GMV 及增速	11
图表 28：中国皮肤学级护肤品市场集中度	11
图表 29：化妆品行业研究框架	12

图表 30: 消费者对进阶功效的需求	12
图表 31: 功效需求注重成分和配方	12
图表 32: 国际化妆品集团具备研发优势	13
图表 33: 国产龙头化妆品公司的差异化研发优势	13
图表 34: 行业监管分层明确	14
图表 35: 雅诗兰黛小棕瓶纵向迭代与横向拓展	15
图表 36: 国内外龙头品牌重点大单品	15
图表 37: 龙头集团重点新品	16
图表 38: 中国化妆品市场渠道变革	17
图表 39: 2021 年新式渠道化妆品 GMV 表现突出	17
图表 40: 国货品牌优先布局抖音渠道	17
图表 41: 抖音快手平台化妆品价格带提升	18
图表 42: 抖音流量去中心化品牌搭建账号矩阵	18
图表 43: 渠道控价能力彰显公司品牌力	19
图表 44: 中外化妆品集团存货周转天数	19
图表 45: 中外化妆品集团应收账款周转天数	19
图表 46: 中国不同媒体类型网络广告市场份额	20
图表 47: 产品+KOL+内容营销种草	20
图表 48: 国际化妆品集团销售费用率	20
图表 49: 中国化妆品企业销售费用率	20
图表 50: 22 年 8 月护肤品牌线上渠道粉丝数	21
图表 51: 国际头部化妆品集团组织架构	22
图表 52: 中国化妆品集团组织架构和激励机制	22
图表 53: 欧美化妆品集团品牌孵化及收并购历史	23
图表 54: 欧莱雅 PE 复盘	24
图表 55: 国货化妆品集团营收增速	24
图表 56: 国货化妆品集团归母净利润增速	24
图表 57: 国货化妆品集团 PE-TTM 复盘	25
图表 58: 行业重点关注公司	25

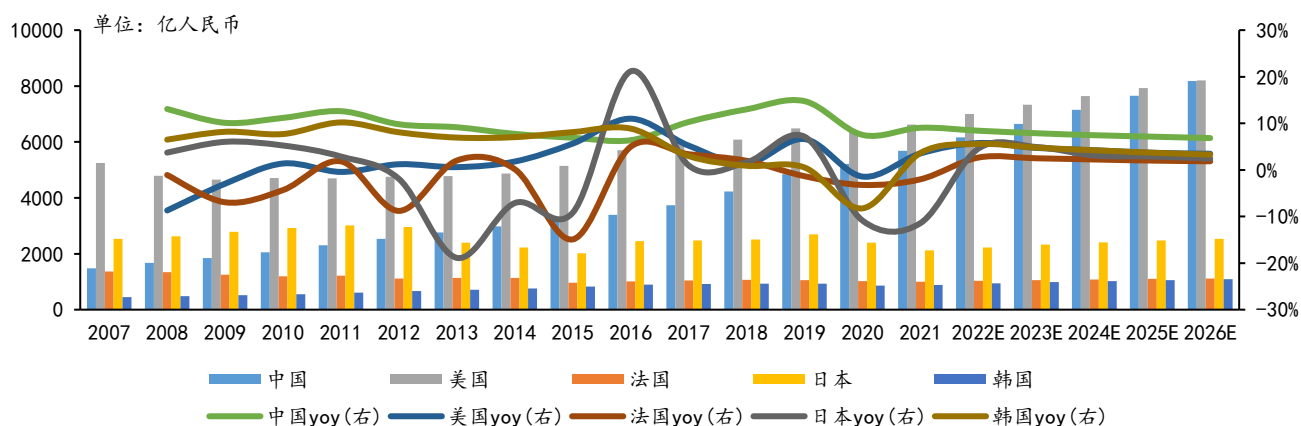
1. 增长空间：化妆品行业长期投资价值来源于棘轮效应

1.1 规模增速：对比成熟市场阶段，增长来自人均消费提升

化妆品行业细分赛道众多，按效果或目的可分为护肤品、彩妆等，其中护肤品可分为基础护肤品和功效性护肤品，功效性护肤品又可分为皮肤学级护肤品、强功效性护肤品等；按消费层级可分为高端化妆品、大众化妆品等。

中国化妆品市场规模自 2017 年起迅速增长，人均 GDP 增长给予化妆品行业长期空间。2016-2021 年中国化妆品市场规模 CAGR 为 10.89%，2021 年达到 5686 亿元。根据欧睿咨询的预测，预计未来 5 年中国化妆品市场规模 CAGR 为 7.54%，增速仍将继续超越美法日韩市场，2026 年增长至 8177 亿元，增长空间 43.81%，规模有望追平美国市场。由于化妆品具备可选消费属性，行业规模增长与人均 GDP 增速高度相关，2008-2021 年中国人均 GDP 增速高于美法日韩，且在疫情冲击的 2020 年维持正增速 2%。对应到化妆品行业来看，成熟市场受疫情影响较为明显，高速成长的中国化妆品市场韧性更强，2020 年规模仍然录得正增长，同比+7.52%至 5215 亿元。

图表 1：中国化妆品市场规模有望于 2026 年追平美国

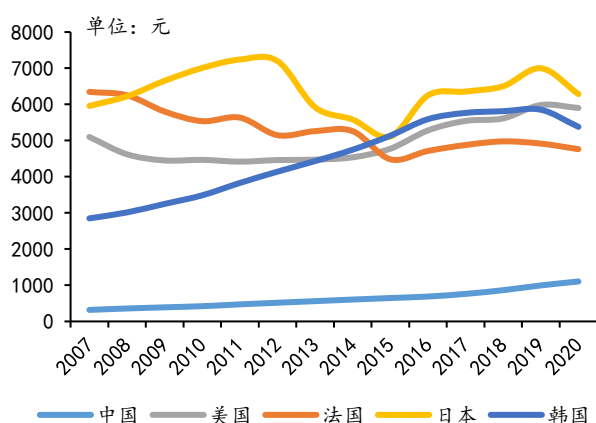


数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

从化妆品主要消费人群来看人口红利已过，行业后续的长期增长来源于人均消费金额的提升。我们选取劳动年龄女性人口作为各国化妆品市场主要消费人群的范围，人口增速放缓趋势下，中国市场主要化妆品消费人群的人口红利阶段已过，2015 年后人群数量开始下降，2020 年同比-2.99%至 4.72 亿人。展望中国化妆品市场的后续增长来源，一方面是消费人群向儿童、老年人、男性等群体拓展，另一方面将由人均消费金额提升带来的价增贡献更强有力的推动。2007-2020 年，中国化妆品市场主要

消费人群的人均消费金额由 319 元提升至 1104 元，2016-2020 年增长提速，CAGR 达到 12.53%，但与成熟美法日韩市场的人均消费额相比，仍有很大增长空间。2020 年，中国化妆品主要人群人均消费金额相较成熟市场均值尚有 4 倍提升空间，其中，护肤品主要人均消费 574 元、彩妆核心人均消费 127 元，相较成熟市场均值分别有 2.4 倍和 5 倍的增长空间。后续人均可支配收入持续增长预期下，人均化妆品消费金额提升仍将有效支撑化妆品市场扩容。

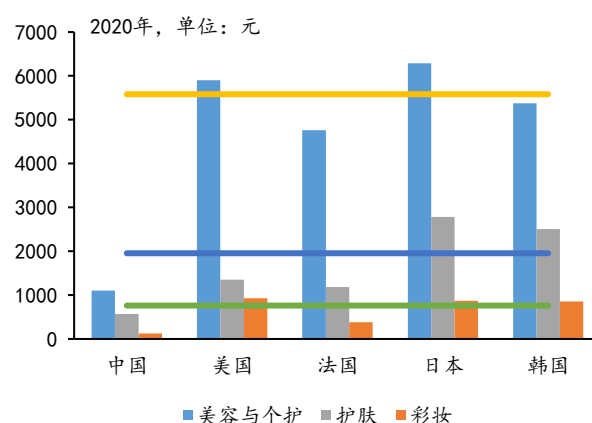
图表 2：五国化妆品主要消费人群人均消费金额



数据来源：欧睿咨询，世界银行，华福证券研究所

（注：选取劳动年龄女性人口作为主要消费人群范围）

图表 3：中国化妆品主要人群消费金额较低

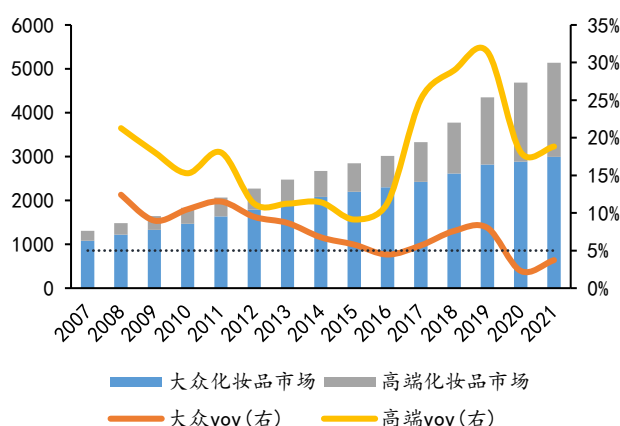


数据来源：欧睿咨询，世界银行，华福证券研究所

中国化妆品市场结构升级支撑后续涨价逻辑。人均消费水平提高带动中国化妆品市场结构向高端化升级，2017 年以来我国高端化妆品市场增长提速，2016-2021 年中国高端化妆品市场规模 CAGR 达到 24.38%，高于大众化妆品市场 5.44% 的 CAGR。2021 年中国高端化妆品市场规模扩大至 2143 亿元，后续国产品牌在逐渐打造的强产品力的基础上，顺应高端化升级趋势的价格提升预期明确。

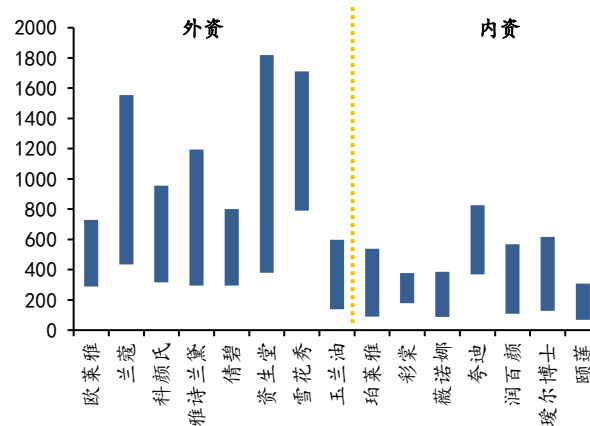
从中外龙头品牌的价格带对比来看，外资品牌以核心技术优势和长期品牌积淀支撑更高的品牌溢价，而国货品牌价格带仍位于大众化市场，预计在后续成分配方升级的基础上，价格涨幅仍有空间，进而拉动龙头品牌客单价的提升。此外，在护肤需求精细化的趋势下，化妆品品牌通过多元化产品满足消费者的全套需求，以同系列产品的连带销售提升品牌整体的客单价。

图表 4: 16-21 年中国高端化妆品市场 CAGR 为 24%



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

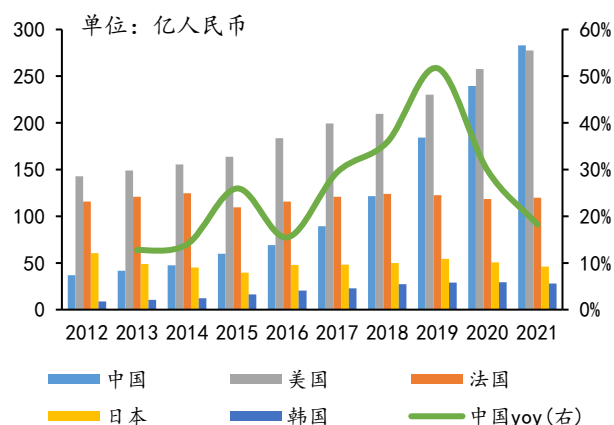
图表 5: 中外品牌价格带



数据来源：天猫，华福证券研究所

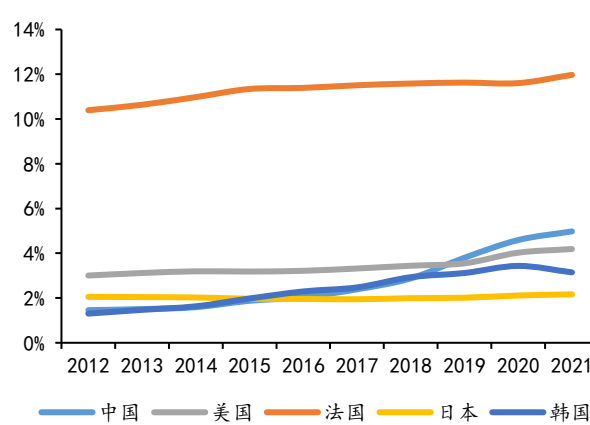
专业性细分赛道存在渗透率提升逻辑。基于专业属性和面向消费者需求更强的针对性，部分细分赛道目前渗透率较低，例如敏感肌、医美术后修复等专业性细分需求，透明质酸、胶原蛋白等新材料赛道。2017 年以来中国皮肤学级护肤品市场增长迅猛，2016-2021 年 CAGR 高达 32.58%，期间诞生以薇诺娜为代表的优秀国货品牌，2021 年规模达到 283 亿元，已经超越美国市场。中国皮肤学级护肤品市场渗透率从 2014 年的 1.46% 提升至 2021 年的 4.98%，对比较为成熟的法国市场 11.97% 的渗透率仍有 1.4 倍空间，赛道后续成长空间依然可期。

图表 6: 五国皮肤学级护肤品市场规模



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

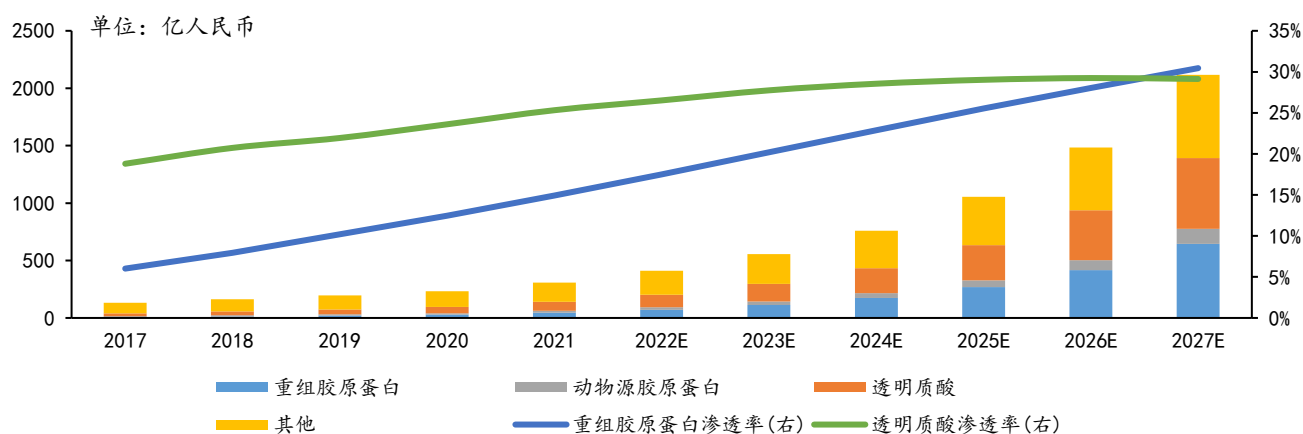
图表 7: 五国皮肤学级护肤品渗透率



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

透明质酸在补水保湿领域，胶原蛋白在抗衰、修复保养领域的应用优势明显，看好后续渗透率提升。根据巨子生物招股书，2021 年中国功效护肤品市场中，重组胶原蛋白/透明质酸赛道规模分别为 46 亿元/78 亿元，渗透率分别为 14.9%/25.3%。新兴成分后续增长空间可期，预计重组胶原蛋白/透明质酸在功效性护肤品市场的渗透率将在 2027 年增长至 30.5%/29.1%，规模分别增长至 645 亿元/617 亿元，2021-2027 年 CAGR 分别为 55.29%/41.16%。国内主要品牌包括敷尔佳，丸美，巨子生物旗下可复美、可丽金，创尔生物旗下创尔美等。

图表 8：中国功效性护肤品市场规模及专业性赛道渗透率



数据来源：巨子生物招股书，华福证券研究所

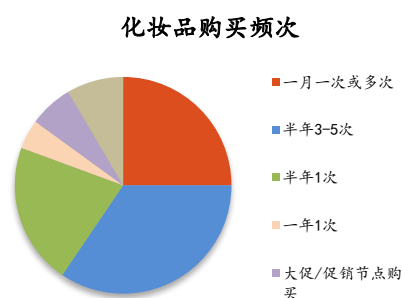
1.2 需求持续：护肤品粘性强，高频和复购支撑永续增长

高频复购属性为化妆品带来需求的持续性。30ml 护肤品空瓶周期大概在 2 个月左右，因此相比于其他可选消费品，化妆品的消费频次较高，根据艾瑞咨询的数据，2020 年 24.5% 的 Z 世代消费者购买化妆品的频次在一月一次或多次，高频次消费者占比明显高于潮玩、香水等其他可选消费品。另一方面，消费者一旦选定适合自身需求的护肤产品，更换品牌的意愿较低，故依托产品力成功打造出优秀品牌力的护肤品，其消费者粘性和复购率将长期维持较高水平。

图表 9：2020 年 Z 世代购买时尚零售细分品类的频次

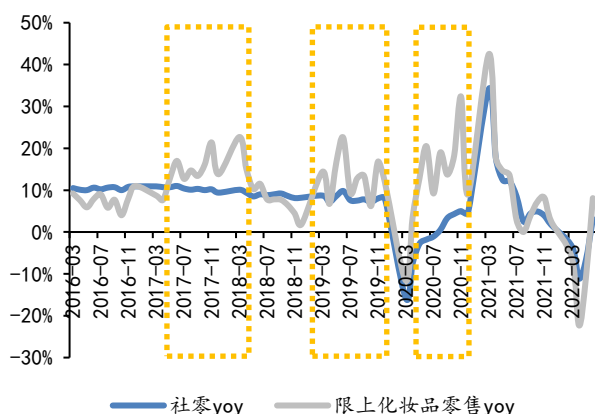
品类	化妆品	潮玩	香水香氛	配饰	潮服	腕表	潮鞋	奢侈品包
一月一次或多次	24.5%	19.1%	18.9%	15.8%	13.9%	10.8%	10.3%	10.1%
半年 3-5 次	33.8%	34.6%	30.9%	28.8%	39.9%	8.1%	32.4%	12.3%
半年 1 次	20.7%	21.7%	24.9%	23.6%	24.3%	18.7%	33.2%	29.6%
一年 1 次	4.3%	10.5%	11.6%	17.6%	9.5%	33.4%	11.5%	31.2%
大促节点购买	6.4%	9.5%	4.9%	8.7%	8.7%	13.5%	7.3%	10.4%
用完再买	8.3%	4.3%	8.9%	5.4%	3.9%	15.1%	5.3%	6.4%

数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所



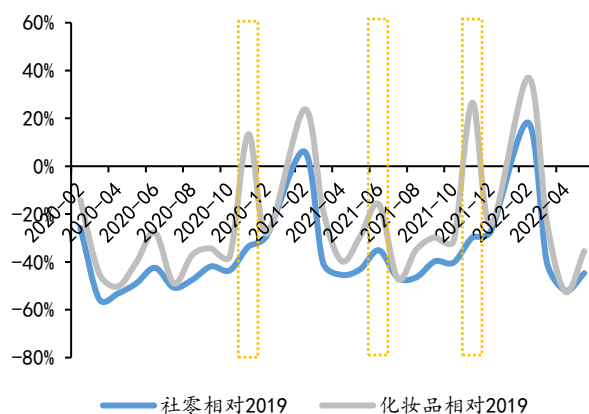
持续性需求赋予化妆品较强复苏弹性。2017 年后中国化妆品类限上商品零售额增速持续超越社零增速，2020 年 4-11 月化妆品疫情后复苏弹性亦强于社会消费品零售总额，且 618、双 11 大促期间强烈的补库存需求进一步释放行业增速。基于消费需求的棘轮效应，消费者使用优质产品后向下更换意愿较低，因此化妆品行业长期粘性较强，后续规模增长和提价趋势明确。

图表 10：化妆品零售增速优于社零



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 11：化妆品疫后恢复领先于社零



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

护肤品高复购率支撑品牌长期增长。国际品牌复购率数据披露较少，以雅诗兰黛为例，核心大单品小棕瓶的复购率在 40%-60%，已形成极强的消费者认知度。国货品牌中，龙头及功效性品牌客户粘性较强，润百颜、夸迪、佰草集、玉泽品牌复购率已超过 40%。大众护肤品复购率略低于专业性护肤品，2022 年 H1 珀莱雅天猫平台品牌复购率超过 35%。

图表 12：化妆品品牌复购率较高

	集团	品牌	复购率
外资	雅诗兰黛	雅诗兰黛	小棕瓶 40%-60%
内资	珀莱雅	珀莱雅	35%
	贝泰妮	薇诺娜	2017-2019 年 30%+
	华熙生物	润百颜	40%+
		夸迪	40%+
	上海家化	佰草集	41.81%
		玉泽	43.02%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2. 行业格局：国货替代趋势持续，品牌马太效应凸显

2.1 产业链：中游品牌商掌握定价权

从产业链价值分布来看，中游品牌商占据话语权，长期积累以及全方位能力打造的品牌力支撑品牌商具有产业链环节中最高毛利率。结合各公司财报，化妆品产业链上游环节毛利率为 25%-40%，而在透明质酸领域具有绝对优势的华熙生物原料业务部分的毛利率可高达 70%以上。代工环节加价率较低，毛利率范围在 25%-30%。中游品牌商毛利率和加价率均较高，毛利率可高达 60%-80%，产品、渠道、营销等全方位长期积累的品牌力为化妆品品牌商带来溢价能力和定价权。

基于产业链各环节的不同特点，龙头企业竞争壁垒及研究方法不尽相同。

- ◆ 上游原材料：核心关注产能带来的规模优势，原料技术的研发壁垒，研发能力支撑的品类拓展，产品力基础上的客户资源，以及价格顺畅传导下的量价齐升。

- ◆ 代工厂：核心关注产能规模扩张和产能利用率，加工环节的技术优势，品牌客户资源及产销率情况。
- ◆ 中游品牌商：塑造产品力的基础上打造品牌护城河。品牌力的综合考量包括复购率、定价权、控价和提价能力、原料和配方的研发能力、营销对于品牌长期价值的塑造，以及龙头企业拥有的快速反应和全渠道运营能力。
- ◆ 服务商：重点在于品牌客户资源的积累和持续粘性，渠道资源和长期积累的运营经验，不同渠道、品类、打法的准确判断，以及各渠道投放 ROI 的持续优化。
- ◆ 下游渠道商：流量去中心化背景下，不同渠道的流量分配不仅注重便捷性，也愈发注重多元化消费场景的体验性，线上公域私域渠道、线下化妆品集合店等全面发展，社交电商增长迅猛。

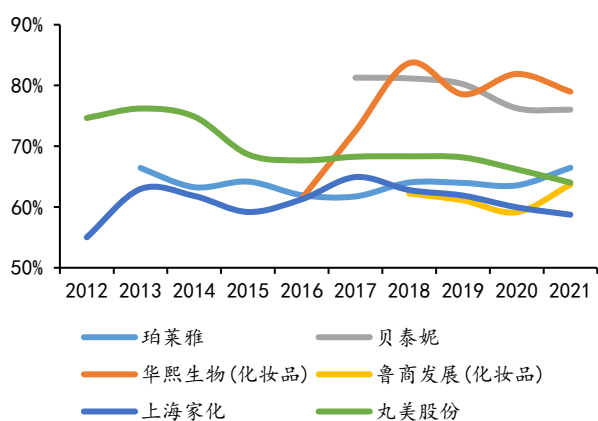
图表 13：品牌商在化妆品产业链中盈利能力和价值分布均有优势

环节	上游	代工厂	中游	服务商	下游
	原料： 巴斯夫 科思股份 华熙生物 包材： 力合科创	ODM/OEM： 莹特丽 科丝美诗 芭薇 嘉亨家化 青松股份	品牌商： 欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂 珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、 鲁商发展、上海家化、水羊 股份、丸美股份	代运营： 壹网壹创 丽人丽妆 宝尊电商 若羽臣 经销商	线上： 淘抖快、京东、唯 品会 线下： KA/CS/百货、中国 中免、美妆集合店
毛利率	25%~40%	25%~30%	60%~80%	30%~40%	30%~40%
净利率	5%~15%	8%~15%	5%~30%	5%~10%	10%~15%
价值量	10%	5%	30%	20%	35%
	10元	15元	45元	65元	100元
研究方法	产能扩张 研发壁垒 品类拓展 客户积累 价格传导	产能扩张 技术优势 客户资源	复购粘性、高定价倍率、渠 道控价、产品提价 底层研发、新产品、子品牌 营销塑造品牌	品牌商资源 渠道资源 经验积累	传统渠道缩量 新式渠道迅猛增长

数据来源：艾瑞咨询，公司公告，华福证券研究所

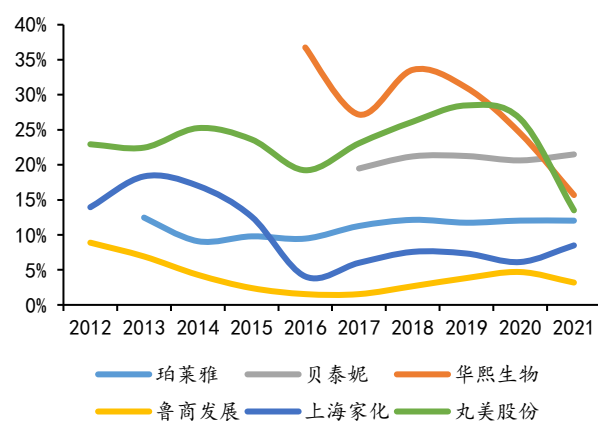
品牌力定价权决定高毛利率，高费用率支持规模快速增长。成功打造强品牌力的化妆品品牌商的毛利率较高，集中在 60%-70%，其中专注于敏感肌赛道的贝泰妮和依托龙头玻尿酸原料优势的华熙生物化妆品业务的毛利率超过 75%。由于品牌在快速扩张期需要通过持续性品牌营销投放更广泛高效地触达品牌核心消费人群，化妆品企业的销售费用投入普遍较高，净利率一般在 25%以下。

图表 14：国货化妆品集团毛利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

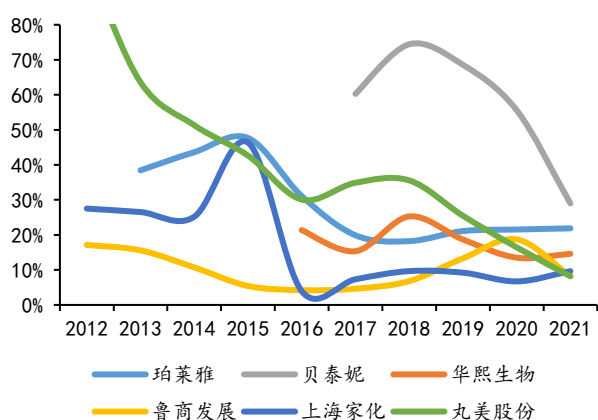
图表 15：国货化妆品集团净利率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

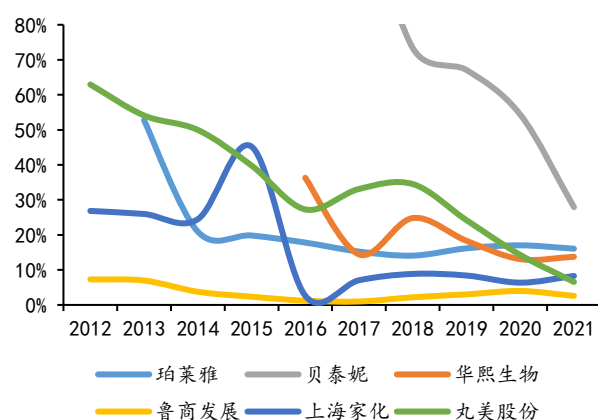
依据杜邦分析，净资产收益率指标除了受制于盈利能力以外，还与公司资产结构和运营效率有关。珀莱雅、上海家化、丸美股份权益乘数下降时，ROE 和 ROIC 也有所下降，2021 年末化妆品行业代表公司权益乘数范围在 1.2-1.75 之间，均值为 1.45。2021 年珀莱雅/贝泰妮/华熙生物/上海家化/丸美股份/水羊股份总资产周转率分别为 1.12/1.09/0.75/ 0.65/0.47/2.04 次。

图表 16：国货化妆品集团平均 ROE



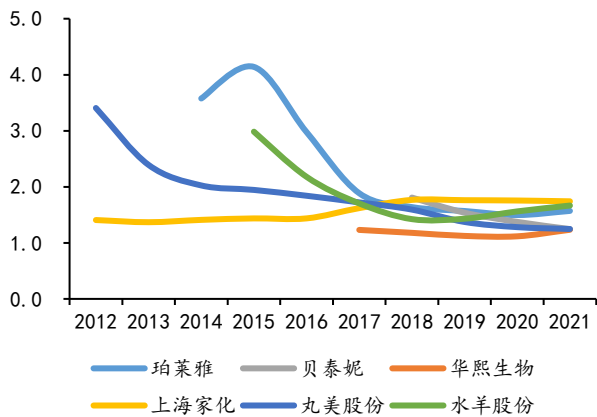
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 17：国货化妆品集团 ROIC



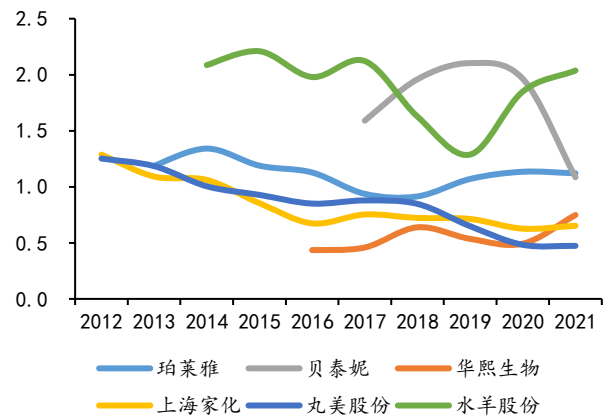
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 18：国货化妆品集团权益乘数



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 19：国货化妆品集团总资产周转率



数据来源：wind，华福证券研究所

2.2 格局变迁：化妆品消费回流，国货龙头崛起正当时

参考成熟市场发展历程，中国化妆品市场将步入龙头整合阶段。复盘欧美日韩市场化妆品行业发展阶段，起步期的资源禀赋奠定后续化妆品市场主要特征，欧美日韩化妆品行业初期的医药、化工等产业背景或品牌创始人经历为成熟市场的品牌提供底层研发基因。对应中国化妆品市场，进入高速发展期后有望实现龙头整合，供给端研发加码从根源上提升产品力、国产品牌渠道运营优势明显，需求端消费者购买力提升、文化和审美自信增强，预计中国市场将涌现出长盛不衰的化妆品龙头品牌。

图表 20：成熟化妆品市场发展历程复盘

	行业空白期	行业萌芽期	龙头整合期	平稳发展期
欧美	19世纪 少数美容院，为品牌推广奠定消费者基础	20世纪初期 Lamer、HR等第一批护肤品牌成立 创始人医药背景奠定研发基础	20世纪中后期 强研发强营销打爆品 收购拓展品类 全球化扩张市场 线上线下销售渠道拓展	21世纪 集团化整合，研发渠道资源共享 强功效护肤理念 社媒平台获客
日本	1872-1946 品牌萌芽中断于二战 医药、日用品、保健品奠定化妆品转型基因	1947-1980 战后经济复苏，摆脱欧美崇拜树立民族自信，品牌乘势而起 全球化产能扩张	1981-1991 强研发打造明星爆品 从保湿美白像抗老修复拓展 财富效应下社会审美转向奢华风，CPB等高端品牌成立	1992-至今 理性化消费趋势，大众品牌成立 全品类运营 线下艺术体验结合明星代言
韩国	1948-1979 少数化工企业，奠定护肤研发基础 政府限制进口	1980-1992 化妆品贸易自由化，国际大牌涌入 研发投入加大，培养对本土品牌认同感	1993-2003 消费者购买力提升 本土植物品牌雪花秀成立 影视作品植入，研发持续投入，科技赋能本土特色品牌	2004-至今 头部集团全球扩张，韩流助推出口 加强本土自然植物原料研究

数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

品牌本土化趋势下国货崛起进程持续。在较为成熟的化妆品市场中，行业头部多为本土品牌，2021年美国TOP15护肤品中本土品牌占11席，日本TOP15护肤品均为本土品牌，反观中国护肤品市场TOP3仍由欧美品牌占据，TOP15品牌中仅有百雀羚、自然堂、珀莱雅、薇诺娜4个国产品牌。相比2012年，2021年中国护肤

品市场 TOP3 仍由外资主导但占比降低, 优质国货排名及市占率上升, 消费回流趋势下, 中国化妆品市场本土品牌排名及头部占比有望持续提升。

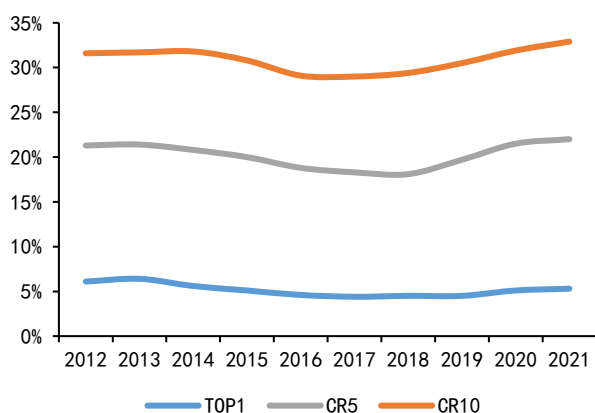
图表 21: 中国护肤品市场本土品牌排名上升

排名	中国				美国				日本			
	2012		2021		2012		2021		2012		2021	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	欧莱雅	6.1%	欧莱雅	5.3%	玉兰油	6.0%	露得清	4.7%	DHC	4.2%	DHC	4.0%
2	玉兰油	5.7%	兰蔻	5.1%	露得清	5.0%	适乐肤	3.8%	宝丽	3.3%	宝丽	4.0%
3	玫琳凯	4.4%	雅诗兰黛	4.8%	倩碧	4.3%	BBW	3.8%	苏菲娜	2.5%	怡丽丝尔	3.4%
4	雅姿	2.9%	百雀羚	3.8%	玫琳凯	3.6%	玉兰油	3.2%	怡丽丝尔	2.4%	SK-II	2.9%
5	兰蔻	2.2%	自然堂	3.0%	Private label	3.6%	玫琳凯	3.0%	SK-II	2.4%	芳珂	2.9%
6	完美	2.2%	玉兰油	3.0%	BBW	3.5%	高伦雅芙	2.9%	奥比斯	2.2%	苏菲娜	2.4%
7	欧珀莱	2.1%	SK-II	2.4%	雅诗兰黛	3.5%	倩碧	2.9%	肌肤之钥	2.1%	奥蜜思	2.1%
8	相宜本草	2.1%	海蓝之谜	2.1%	高伦雅芙	3.4%	Rodan+Fields	2.7%	Saishunkan	1.9%	肌肤之钥	2.1%
9	雅诗兰黛	2.0%	珀莱雅	1.7%	兰蔻	3.1%	Private label	2.7%	芳珂	1.8%	Saishunkan	1.9%
10	自然堂	1.9%	薇诺娜	1.7%	雅芳	2.5%	兰蔻	2.6%	碧柔	1.7%	碧柔	1.9%
11	佰草集	1.8%	欧珀莱	1.5%	艾维诺	2.1%	雅诗兰黛	2.3%	城野医生	1.6%	奥尔滨	1.7%
12	隆力奇	1.5%	资生堂	1.5%	欧莱雅	1.8%	欧莱雅	2.0%	奥尔滨	1.5%	肌研	1.7%
13	美即	1.3%	后	1.5%	婕可诗	1.7%	艾维诺	1.9%	美伊娜多	1.5%	黛珂	1.6%
14	妮维雅	1.2%	玫琳凯	1.4%	维密	1.6%	科颜氏	1.7%	肌研	1.4%	城野医生	1.5%
15	珀莱雅	1.1%	娇兰	1.3%	资生堂	1.5%	丝塔芙	1.7%	黛珂	1.4%	美伊娜多	1.3%

数据来源: 欧睿咨询, 华福证券研究所 (注: 蓝色底色为各国本土品牌)

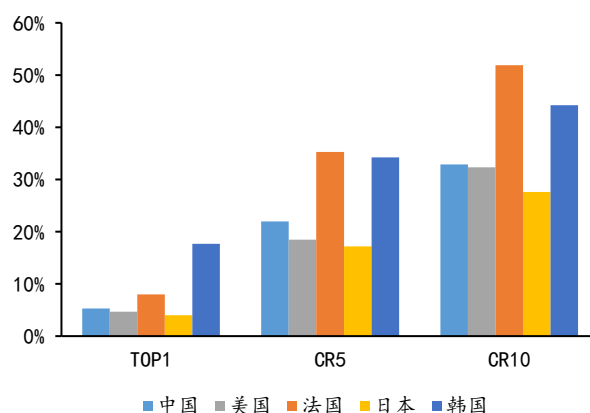
后续市场格局的转换更应期待国产品牌实现头部替代。2012-2021 年中国护肤品市场集中度先降后升, 但数据变化幅度较小, 10 年 TOP1 市占率/CR5/CR10 均值分别为 5.2%/20.2%/30.9%。具体到 2021 年, 中国护肤品市场集中度与成熟市场对比处于中等水平, TOP1 市占率/CR5/CR10 分别为 5.3%/22.0%/32.9%, 低于法国、韩国, 略高于美国、日本, 基于护肤品需求的多元化和精细化, 同品类大众护肤品的核心差异较小, 而消费者的个性化需求差异化较高, 预计市场集中度难有超大幅度的提升, 因此应当关注后续国货品牌在中国市场对于头部国际品牌份额的抢占。

图表 22: 近十年中国护肤品市场集中度



数据来源: 欧睿咨询, 华福证券研究所

图表 23: 2021 年各国护肤品市场集中度



数据来源: 欧睿咨询, 华福证券研究所

彩妆行业同样可以看到成熟市场头部品牌多由本土品牌构成, 2021 年美国、日本 TOP15 彩妆品牌中, 本土品牌分别有 11 个、14 个, 而中国市场本土品牌仅占 4 个。对比 2012 和 2021 年中国彩妆市场, TOP2 由外资品牌美宝莲、欧莱雅占据主

要份额转变为国货花西子、完美日记位居前二，国产品牌产品力明显提升。

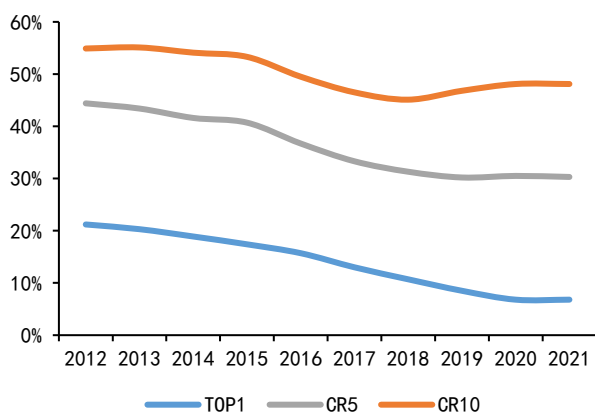
图表 24：中美日 TOP15 彩妆品牌市占率

排名	中国				美国				日本			
	2012		2021		2012		2021		2012		2021	
	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
1	美宝莲	21.2%	花西子	6.8%	美宝莲	9.4%	美宝莲	7.5%	心机彩妆	5.5%	心机彩妆	4.4%
2	欧莱雅	10.7%	完美日记	6.4%	封面女郎	8.1%	欧莱雅	5.8%	完美意境	3.8%	完美意境	3.5%
3	梦妆	5.7%	迪奥	6.1%	魅可	6.9%	魅可	4.8%	苏菲娜	3.1%	苏菲娜	3.0%
4	卡姿兰	3.7%	欧莱雅	5.7%	欧莱雅	6.3%	封面女郎	4.3%	嘉娜宝	2.6%	嘉娜宝	3.0%
5	迪奥	3.1%	圣罗兰	5.3%	倩碧	5.2%	倩碧	3.8%	宝丽	2.6%	美宝莲	3.0%
6	玫琳凯	2.9%	美宝莲	4.9%	露华浓	4.8%	衰败城市	3.0%	美宝莲	2.4%	恋爱魔镜	2.3%
7	香奈儿	2.2%	阿玛尼	3.8%	玫琳凯	3.9%	Fenty Beauty	3.0%	金炫光灿	2.2%	宝丽	2.2%
8	雅安	2.0%	兰蔻	3.4%	贝茗	3.9%	玫琳凯	3.0%	Aube	1.9%	金炫光灿	2.2%
9	雅诗兰黛	1.7%	魅可	2.9%	兰蔻	3.5%	NYX	2.9%	肌肤之钥	1.8%	肌肤之钥	2.1%
10	欧珀莱	1.7%	香奈儿	2.8%	雅诗兰黛	2.9%	兰蔻	2.9%	SK-II	1.8%	奥尔滨	2.0%
11	兰蔻	1.6%	雅诗兰黛	2.7%	莎莉汉森	2.6%	露华浓	2.5%	黛珂	1.7%	SK-II	1.9%
12	娇兰	1.6%	卡姿兰	2.6%	雅芳	2.4%	依科美	2.2%	奥尔滨	1.6%	黛珂	1.8%
13	玛丽黛佳	1.5%	珂拉琪	2.5%	衰败城市	2.0%	香奈儿	2.2%	资生堂	1.6%	Vissee	1.8%
14	姬芮	1.5%	3CE	2.2%	香奈儿	1.9%	Too Faced	2.0%	蜜丝佛陀	1.5%	Aube	1.7%
15	兰瑟	1.4%	纪梵希	2.2%	芭比布朗	1.5%	莎莉汉森	2.0%	RMK	1.4%	RMK	1.4%

数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所（注：蓝色底色为各国本土品牌）

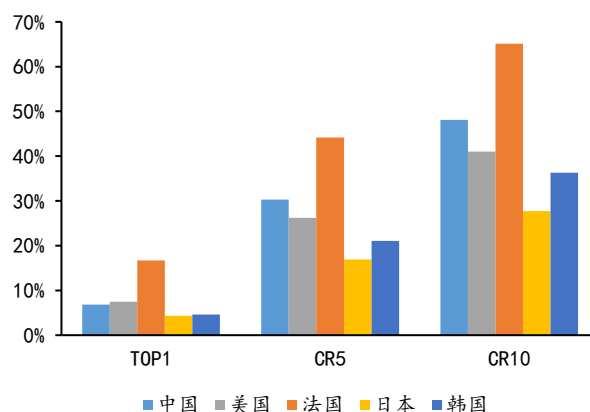
2012-2021 年中国彩妆行业市场集中度降幅明显，国产彩妆品牌百花齐放打破国际彩妆的垄断格局。2012 年中国彩妆市场 TOP1 市占率/CR5/CR10 分别为 21.2%/44.4%/54.9%，2021 年分别降低至 6.8%/30.3%/48.1%。横向五国对比中，中国彩妆市场集中度仅次于法国，花西子、完美日记等新锐品牌爆发引领彩妆审美的国潮崛起。

图表 25：中国彩妆市场集中度降低



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

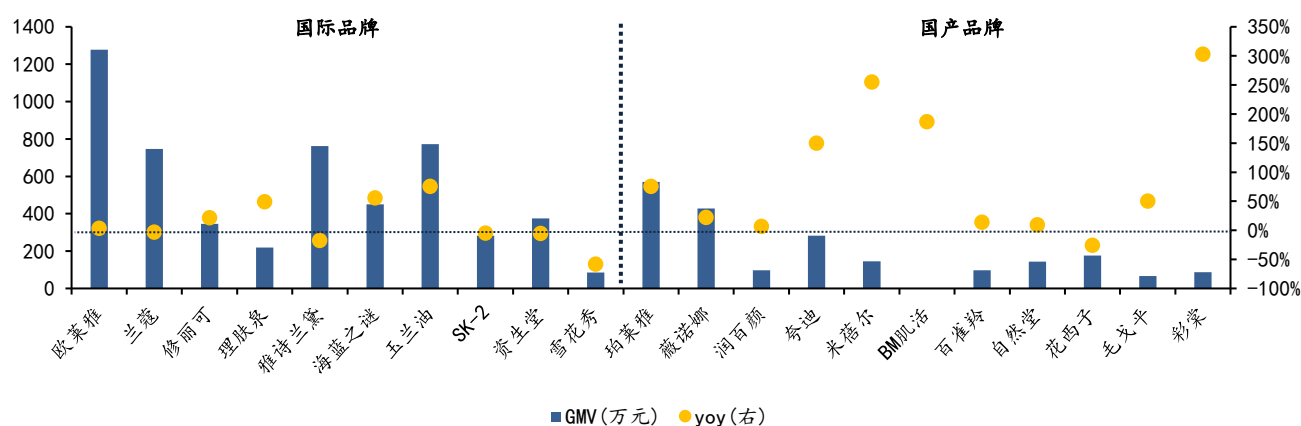
图表 26：2021 年各国彩妆市场集中度



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

欧美化妆品集团在华增速低于国货龙头品牌增速。2022 年 618 期间，外资头部品牌仍保持高销售额但增速较缓，欧莱雅/玉兰油/雅诗兰黛 GMV 分别为 1227 万元/772 万元/762 万元，同比增速分别为 3.6%/75.3%/-17.4%；头部国货品牌势如破竹，天猫平台 618 期间珀莱雅/彩棠/薇诺娜/夸迪分别实现 GMV569 万元/87 万元/427 万元/282 万元，同比分别增长 75.6%/303.1%/22.1%/149.6%，远超化妆品行业大盘 GMV 增速-0.39%。

图表 27：2022 年 618 天猫分品牌 GMV 及增速



数据来源：魔镜，华福证券研究所

国货突围皮肤学级护肤品市场，龙头市占率提升。在皮肤学级护肤品等专业性较强的细分赛道中，由于消费者的需求相对确定，龙头产品的品牌力逐步积累后，用户粘性相对大众护肤品更强，叠加新增客群的扩充，龙头品牌薇诺娜的市场占有率持续提升，市场龙头产品已由 2012 年的法国品牌集中转换为 2021 年的薇诺娜领跑，薇诺娜 2021 年市占率提升至 19.5%，超越第二名品牌 9.6 个百分点。

图表 28：中国皮肤学级护肤品市场集中度

排名	2012			2021		
	品牌	集团	市占率	品牌	集团	市占率
1	雅漾	皮尔法伯	29.5%	薇诺娜	贝泰妮	19.5%
2	薇姿	欧莱雅	25.2%	理肤泉	欧莱雅	9.9%
3	理肤泉	欧莱雅	11.4%	敷尔佳	敷尔佳	8.2%
4	施巴	施巴	9.7%	雅漾	皮尔法伯	7.1%
5	芙丽芳丝	花王	6.8%	修丽可	欧莱雅	5.7%
6	欧树	欧树	5.4%	贝德玛	诺奥思	4.6%
7	比度克	湖北比度克	4.3%	芙丽芳丝	花王	4.3%
8	丝塔芙	高德美	3.5%	城野医生	强生	4.3%
9	薇诺娜	贝泰妮	1.6%	玉泽	上海家化	3.7%
10	欧缇丽	欧缇丽	0.9%	珂润	花王	3.6%
11	玉泽	上海家化	0.8%	WIS	广州慕可	3.5%
12	贝德玛	诺奥思	0.5%	薇姿	欧莱雅	3.2%
13	妙思乐	法国科廷	0.3%	艾维诺	强生	3.0%
14	希思派	希思派	0.2%	润百颜	华熙生物	2.5%

市场集中度	2012			2021		
	TOP1	CR5	CR10	TOP1	CR5	CR10
	29.5%	82.6%	98.3%	19.5%	50.4%	70.9%

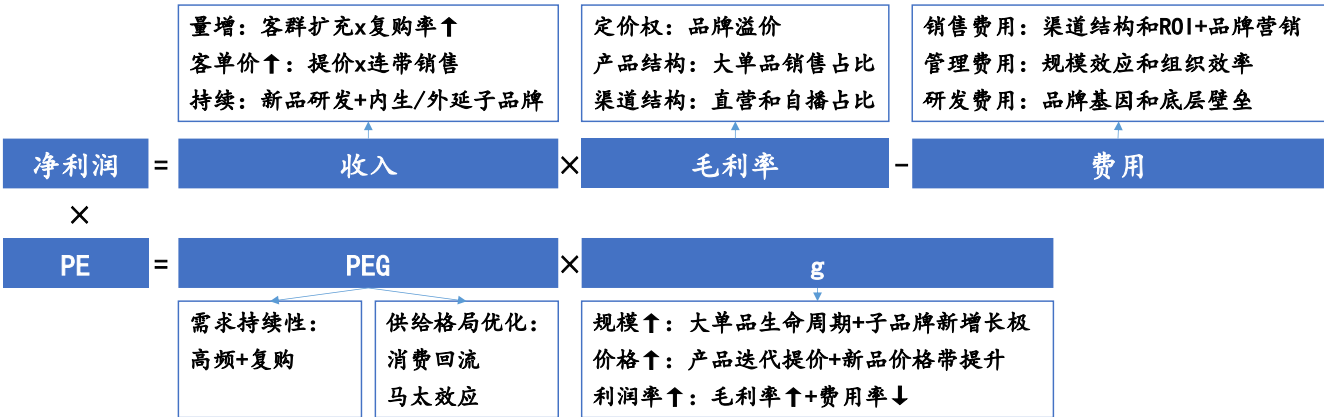
数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所（注：蓝色底色为各国本土品牌）

3. 研究框架：国货崛起正当时，从产品力向品牌力进发

中国化妆品行业已从渠道驱动迈入产品驱动阶段，后续有望在产品力进一步夯实的基础上转向品牌驱动增长。整体品牌力的打造可分为产品力、渠道力、营销力的持续升级，以及底层组织架构的支撑。1) 产品力的根本在于原料和配方的研发能力，在此基础上打造出优质大单品，可以通过纵向迭代持续提价、通过横向拓展达成连带

销售，从而形成消费者粘性和客单价的长久提升。2) 在日益分散的流量背景下，渠道力是品牌对于全渠道运营能力的把控，具体表现为各渠道 GMV、排名、客单价，提升自播占比降低对超头的依赖，不同渠道控价能力等。3) 营销力表现为销售费用率的管控，各渠道粉丝数和互动量，各渠道投放 ROI，内容营销对品牌价值观的塑造等。4) 组织架构敏捷性支持对于市场需求的快速反应，集团化的成长路径，对核心人员的高效激励机制等。

图表 29：化妆品行业研究框架



研发为基夯实产品底层竞争力。2017-2022 年，国际龙头化妆品集团授权专利数众多，欧莱雅/资生堂分别有 2517/691 个，且主要集中于发明专利，在底层核心研发方面仍具备明显优势，同期本土头部化妆品集团授权专利数在 200-400 之间，其中外观专利数量较多。研发投入方面，国际集团研发费用较高，2021 年欧莱雅/雅诗兰黛/资生堂研发费用分别为 78.51 亿元/15.68 亿元/14.58 亿元，国货龙头集团研发费用率尚处于 2 亿元以下。相比较而言，国际品牌更加重视底层研发和专利原料或配方，这也是国产品牌重点关注和后续突破的方向。从研发人员来看，国际集团研发人员数量较多，普遍在几千人的规模；国货龙头集团研发人员数量仍在几百人的规模，但占比已达到较高水平，后续底层技术升级可期。

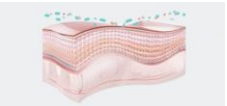
图表 32：国际化妆品集团具备研发优势

		国际化妆品集团			国产化妆品集团		
产品开发到上市周期		12-24 个月			小于 12 个月，多为半年内		
原料配方		数据库、配方库、颜色库更加齐全			原材料缺少独家配方，有能力使用与国际大牌同一成分		
工厂		自建工厂，自主研发生产			多数依赖代工厂，部分与国际品牌共用同一代工厂		
龙头集团		欧莱雅	雅诗兰黛	资生堂	珀莱雅	贝泰妮	上海家化
2017-2022 年 授权专利数	发明专利	-	-	458	251	99	182
	外观专利	-	-	118	100	71	179
	实用新型	-	-	7	40	36	24
	合计	2517	-	691	391	209	385
2021 年研发费用(人民币)		78.51 亿元	15.68 亿元	14.58 亿元	7658 万元	1.13 亿元	1.63 亿元
2021 年研发费用率		3.2%	1.5%	2.4%	1.7%	2.8%	2.1%
2021 年末研发人员数量		4000+	1250	1500	159	236	212
2021 年末研发人员占比		4.6%	2.0%	4.2%	5.6%	9.9%	3.8%

数据来源：艾瑞咨询，天眼查，公司公告，华福证券研究所

国产龙头化妆品集团多路径构筑差异化研发优势。国际化妆品集团底层原料专利优势明显，例如欧莱雅拥有独家专利抗衰成分玻色因，资生堂旗下 SK-II 拥有核心专利成分 Pitera。本土化妆品集团通过与一线原料商合作、产学研融合、本土特色植物提取、新型原材料优势等，在研发端形成差异化竞争。珀莱雅自主研发结合巴斯夫、亚仕兰等世界级研发机构及原料厂商战略合作。贝泰妮持续开发青刺果、马齿苋等云南特色植物成分应用，高端抗衰新品牌 AOXMED 拥有专利成分美雅安缇。华熙生物依托全球透明质酸龙头平台开发功效护肤品。鲁商发展布局透明质酸+皮肤微生态等领域。

图表 33：国产龙头化妆品公司的差异化研发优势

珀莱雅	贝泰妮	华熙生物	鲁商发展	上海家化
自主+世界级科研机构/原料商战略合作	云南特色植物原料	透明质酸原料优势	透明质酸+皮肤微生态	皮肤屏障草本植物等
				

数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

行业监管趋严肃清行业乱象，行业格局有望进一步优化。从监管层面来看，化妆品新规下原料备案和功效宣称评价愈发严格，小品牌新品推出门槛提升，研发投入要求提升，新品研发到上市周期拉长，利好具有研发实力与核心产品力的龙头。

图表 34：行业监管分层明确

	一般化妆品	功效性护肤品	医用敷料			药品
产品批准文号	妆字号(特字、非特字)	妆字号(特字、非特字)	械字号(I类)	械字号(II类)	械字号(III类)	药字号
生产许可	化妆品生产许可	化妆品生产许可	医疗器械生产备案	医疗器械生产许可	医疗器械生产许可	药品生产许可
经营许可	无	无	无	医疗器械经营备案	医疗器械经营许可	药品经营许可
销售渠道	电商、百货商超、CS店	电商、药店、百货商超、CS	医院、药店、电商	医院、药店、电商	医院、药店、电商	医院、药店、电商
研发周期	6-12个月	2-3年	-	-	5-7年	8-10年(创新药)
临床评价	否	需进行功效宣称评价	是(可免临床试验)	是(除豁免目录外,需临床试验)	是(除豁免目录外,需临床试验)	是
配方需求及功效特点	没有强针对性,面向广泛消费者	强调配方精简,辅助治疗舒敏、祛痘、祛斑等细分需求	辅助治疗,常用于医美项目术后修复	辅助治疗,常用于医美项目术后修复	辅助治疗,通常植入人体	疾病治疗

数据来源：药监局，华福证券研究所

研发为基塑造大单品，打造长期品牌力。

什么是大单品？“产品即品牌”：

- 1) 首先大单品的辨识度高、传播度广，能够成为品牌的核心代表，且常常具有易于传播的昵称，例如提到雅诗兰黛即想到小棕瓶、提到兰蔻即想到小黑瓶；
- 2) 大单品一般为细分赛道的龙头，在行业中具有较强的竞争力，例如薇诺娜的舒敏保湿特护霜 2019 年起在中国皮肤学级护肤品市场排名第一，2021 年市占率提升至 19.5%；
- 3) 大单品在品牌中的销售占比处于较高水平，能够为品牌贡献稳定的收入和利润；
- 4) 具有核心技术和专利支撑，成分及配方等支撑知名大单品底层竞争力。

为什么要打造大单品？

- 1) 产品层面：护肤品的大单品多为价格和毛利率较高的精华、面霜等品类，相对于其他产品能够有效推升客单价，增厚利润空间；相较于短平快的密集投放下打造的单次爆品，经过长期市场检验和多次升级迭代的大单品生命周期延长，复购率显著提高；
- 2) 公司层面：品效合一提高资源投放效率，营销和研发等费用集中投放在大单品及其衍生产品；在高度竞争的化妆品市场中形成有效传播，占领用户心智，打造长期品牌力。

经典大单品纵向迭代经久不衰，支撑品牌长青发展；横向衍生产品矩阵，打开单一产品天花板。

1) 纵向迭代：以成熟品牌的典型大单品为例，雅诗兰黛小棕瓶是护肤品历史上第一瓶精华，运用创新性原料二裂酵母提取物（二裂酵母发酵产物溶胞物），主打“细胞修复”，1982 年诞生至今已历经 40 年，期间不断升级迭代，在核心成分二裂酵母精粹的基础上，配方和技术持续升级，现已更新至第 7 代小棕瓶，成为雅诗兰黛的常胜王牌。

2) 横向拓展：雅诗兰黛、欧莱雅等知名品牌将经典大单品的核心成分，例如小棕瓶的核心成分二裂酵母精粹、小黑瓶的核心成分 BIO-7 酵母益生元组合（二裂酵母发酵产物溶胞物、酵母提取物、5 种益生元），延伸至多种品类的护肤品，其中小棕瓶形成四大系列八种产品，小黑瓶系列包含六种产品。大单品的横向延

伸，一方面为消费者提供水-乳-精华/面膜-面霜-眼霜/眼膜等多阶段，面部、眼部等多部位，常规护理、密集修护、局部护肤等多元护肤需求的选择，增强消费者对品牌及大单品的认知度，产生复购提高粘性；另一方面通过同系列产品的组合销售，促进客单价的提升。

图表 35：雅诗兰黛小棕瓶纵向迭代与横向拓展



数据来源：雅诗兰黛官网，美丽修行，华福证券研究所

大单品拉长生命周期支撑增长稳定性。以雅诗兰黛小棕瓶为代表的国际经典大单品拥有长生命周期，对比欧美日韩，一方面中国市场起步较晚但迭代较快，市场需求对于产品推新的诉求更高，另一方面中国消费市场的纵深度高，从一二线到三四线渗透周期长，因此可以预计国货大单品的生命周期能够达到较长的维度。

图表 36：国内外龙头品牌重点大单品

	集团	品牌	大单品	推出时间	价格
国际集团	雅诗兰黛	雅诗兰黛	小棕瓶精华	1982 年	660 元/30ml
	欧莱雅	欧莱雅	紫熨斗眼霜	2018 年	359 元/30ml
	兰蔻	兰蔻	小黑瓶	2009 年	760 元/30ml
	资生堂	资生堂	红腰子精华	2014 年	590 元/30ml
	爱茉莉	雪花秀	润燥精华	1997 年	860 元/90ml
本土集团	珀莱雅	珀莱雅	双抗精华	2020 年	269 元/30ml
	珀莱雅	珀莱雅	红宝石精华	2020 年	339 元/30g
	贝泰妮	薇诺娜	舒敏保湿特护霜	2014 年	268 元/50g
	华熙生物	润百颜	玻尿酸次抛	2016 年	359 元/45ml
	华熙生物	夸迪	战痘次抛	2019 年	368 元/30ml
	鲁商发展	颐莲	玻尿酸喷雾	2016 年	79 元/300ml

		瑗尔博士	益生菌面膜	2019 年	138 元/10 片
--	--	------	-------	--------	------------

数据来源：公司官网，天猫，魔镜，华福证券研究所

新品注重功效拓展，品牌力基础上价格带提升。在成功打造大单品的基础上，头部化妆品集团推出新品强调功效拓展，围绕美白、抗衰、屏障修护等功能持续发力。化妆品国货崛起的核心是产品力迎头赶上，龙头国货价格已有支撑，品牌心智建立后价位与国际品牌看齐，从新品价格带来看，珀莱雅双白瓶单价接近 Olay 小白瓶，夸迪熬夜盈透面膜单价接近菲洛嘉十全大补面膜，较强的品牌力支撑其新品定价接近国际品牌，看好头部品牌在各自专业性细分赛道后续竞争力。

图表 37：龙头集团重点新品

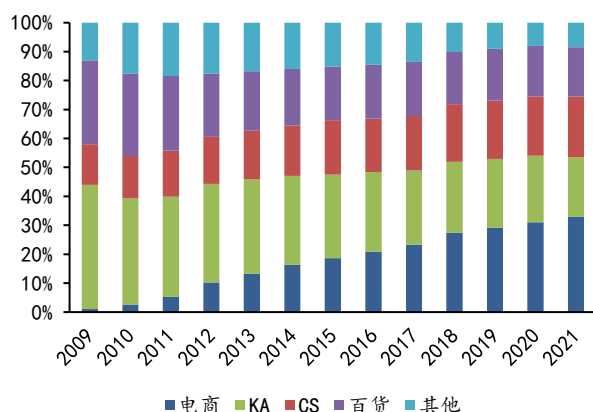
集团	品牌	新品		价格	竞品价格
珀莱雅	珀莱雅	双白瓶		299 元/36ml	科颜氏淡斑精华 540 元/30ml
					倩碧镭射瓶 505 元/30ml
					欧莱雅注白瓶 449 元/37.6ml
					OLAY 小白瓶 259 元/30ml
贝泰妮	薇诺娜	轻颜瓶		388 元/30ml	娇韵诗双萃精华 720 元/30ml
					雅诗兰黛小棕瓶 660/30ml
					羽西鎏金瓶 600 元/30ml
					优时颜黑引力 400 元/30g
华熙生物	润百颜	玻尿酸屏障调理水乳		618 元/120ml+100g	La mer 精粹水乳 3540 元/水 150ml+乳 125ml
					Fresh 红茶水乳 700 元/水 50ml+乳 50ml
					ipsa 自律水乳 1020 元/水 300ml+乳 175ml
					珂润水乳 300 元/水 150ml+乳 120ml
华熙生物	夸迪	熬夜盈透面膜		270 元/30g	Fresh 红茶面膜 350 元/30ml
					菲洛嘉十全大补面膜 479 元/50ml
					瑗尔博士酸奶面膜 278 元/100g
					AG 抗糖小金罐 268 元/110g
鲁商发展	颐莲	玻尿酸富勒烯面膜		198 元/100g	Fresh 红茶面膜 350 元/30ml
					菲洛嘉十全大补面膜 479 元/50ml
					瑗尔博士酸奶面膜 278 元/100g
					AG 抗糖小金罐 268 元/110g
鲁商发展	瑗尔博士	舒安面膜		199 元/10 片	兰蔻小黑瓶面膜 780 元/7 片
					玉泽积雪草面膜 198 元/6 片
					理肤泉 b5 面膜 165 元/5 片
					欧莱雅安瓶面膜 389 元/15 片

数据来源：公司官网，各品牌天猫旗舰店，华福证券研究所

3.2 渠道：全渠道高增速，彰显龙头公司运营能力

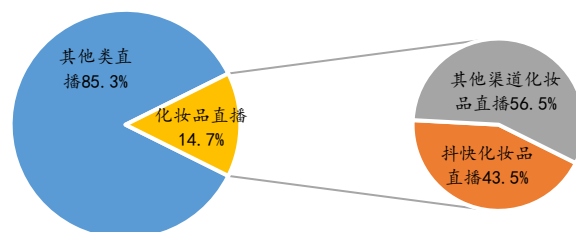
销售向线上和专业渠道转移，新式渠道迅速发展。近十年化妆品行业销售渠道逐步由线下转移至线上，互联网红利助力电商渠道崛起，2010-2021 年，化妆品行业电商渠道销售占比由 3%逐年提升至 33%，已成为第一大渠道；KA（商超渠道）、百货等传统渠道销售占比下降较快，线下渠道中仅 CS（化妆品专营店）的占比呈增长态势。同时，近年来新网络购物模式和新兴平台起势，社交电商、短视频、直播电商等新线上渠道涌现，抖音、快手等直播电商成为爆发较快的新增长点。根据易观分析的数据，2021 年，化妆品类直播的 GMV 达到 2000 亿元，在整体直播 GMV 中占比 14.7%；其中抖音、快手化妆品直播销售额为 870 亿元，在化妆品直播中占比高达 43.5%。

图表 38：中国化妆品市场渠道变革



数据来源：欧睿咨询，华福证券研究所

图表 39：2021 年新式渠道化妆品 GMV 表现突出



数据来源：易观分析，华福证券研究所

国货品牌抢跑抖音渠道，灵活反应先发优势明显。在渠道数据的跟踪过程中，需要依据全域渠道销售数据动态调整全年预期。根据前文所述，国货化妆品头部品牌在天猫平台的销售增速远超行业大盘，在稳固的天猫基本盘基础上，积极打造全域渠道增长，相对于国际集团，龙头国货化妆品品牌凭借与国内消费者更加紧密的联系、灵活组织的快速反应，在抖音快手等新式渠道表现亮眼。2022 年 618 期间，本土品牌在化妆品榜单 TOP10 中仅占两席，其中珀莱雅排名第 5，薇诺娜排名第 7，而 2021 年抖音化妆品榜单 TOP10 几乎全部为国产品牌。

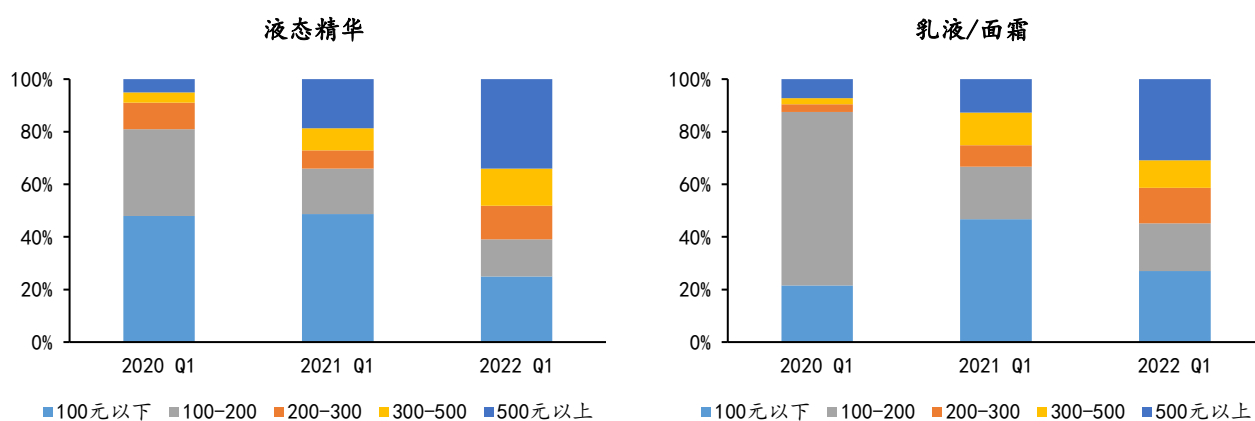
图表 40：国货品牌优先布局抖音渠道

排名	抖音 2021 年化妆品榜			天猫 2022 年 618 化妆品榜
	品牌榜	店铺榜	商品榜	
1	花西子	后官方旗舰店	后天气丹花献系列礼盒	欧莱雅
2	珀莱雅	花西子官方旗舰店	花西子玉女桃花轻蜜粉	玉兰油
3	韩束	珀莱雅美妆旗舰店	雪花秀滋盈肌本护肤礼盒	雅诗兰黛
4	BM 肌活	自然堂官方旗舰店	花西子玉容云纱防晒妆前乳	兰蔻
5	百雀羚	薇诺娜旗舰店	PRAMY 柏瑞美定妆喷雾	珀莱雅
6	完美日记	PRAMY 柏瑞美旗舰店	雅萌 ACE Pro 美容仪	海蓝之谜
7	AFU 阿芙	雅萌旗舰店	芙清密钥水杨酸涂抹面膜	薇诺娜
8	自然堂	完美日记官方旗舰店	花西子玉容睡莲养肤气垫粉底液	资生堂
9	OSM 欧诗漫	雪花秀旗舰店	可贝尔臻颜松露鱼子多效眼膜	修丽可
10	PRAMY 柏瑞美	欧诗漫护肤旗舰店	珀莱雅紧肤肌密四件套	科颜氏

数据来源：巨量算数，天猫，华福证券研究所（注：蓝色底色为国货品牌）

抖快平台结构优化，产品价格带上行趋势明显。渠道拓展过程中要跟踪不同平台的产品价格结构，化妆品品牌在进入新渠道时往往先通过较为成熟且价格较低的产品入手，以匹配平台用户契合度，逐渐培养品牌在该平台的消费者心智后，产品侧重向高毛利的贵价产品转变，从而拉升新渠道的盈利能力。抖音快手渠道逐渐从新兴性价比平台向主力产品销售平台发展，已经成为头部化妆品品牌的兵家必争之地，2020Q1-2022Q1，抖音快手平台 500 元以上的液态精华占比由 5%提升至 34%，500 元以上的乳液/面霜占比由 7%提升至 31%，整体产品价格水平上移。

图表 41：抖音快手平台化妆品价格带提升



数据来源：果集数据，华福证券研究所

抖音平台流量去中心化，头部品牌基于自身运营能力打造抖音直播账号矩阵。渠道跟踪中除销售体量之外，还应关注品牌自播占比的提升，其有助于公司摆脱对超头或运营服务商的依赖，且改善渠道投放 ROI，行业共识一般以 ROI 持续超过 3 作为优质投放标准。不同于天猫、快手平台，抖音平台的流量分发机制导致单账号流量存在上限，头部品牌构建多账号矩阵，根据产品类别、档次、自播内容等不同侧重点，以多元化流量触达消费者，因此抖音自播也构成了考量化妆品集团自身运营能力的一个重要指标。2022 年上半年抖音平台中拥有 3 个以上自播号的 品牌比例提升至 10%，同比+5pct。以珀莱雅为例，主账号珀莱雅官方旗舰店的粉丝数接近 450 万，互动量达到 145 万；第二梯度 3 个账号的粉丝数在 30 万-50 万，单账号互动量在 4 万-8 万；同时珀莱雅继续孵化和培育第三梯度账号，为抖音渠道的持续增长做足准备。从其他品牌自播号矩阵的粉丝和互动数据中，同样可以看到明显的流量分层。

图表 42：抖音流量去中心化品牌搭建账号矩阵

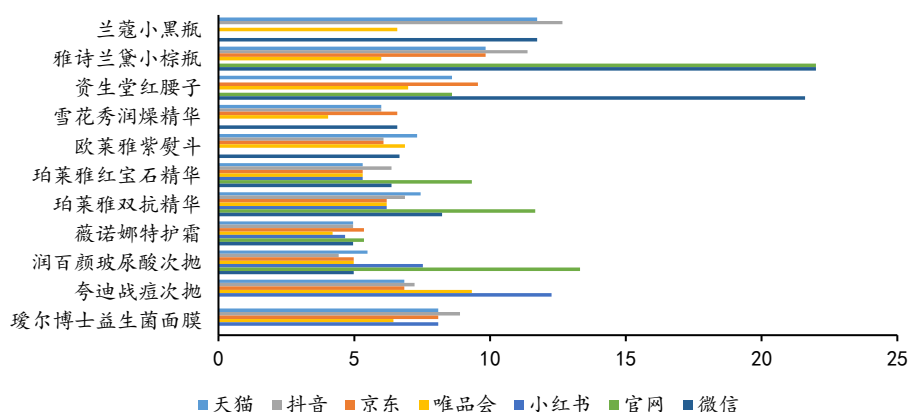


数据来源：果集数据，抖音，华福证券研究所（注：粉丝及获赞数统计时间为 2022 年 8 月）

国货龙头集团拥有全渠道把控力，渠道控价能力强。除了量价和流量之外，还需

关注品牌在不同渠道的控价能力。品牌在拓展新渠道时，往往以较大力度的折扣吸引流量，或者依托不同渠道的属性给予不同的折扣力度，若不同渠道之前价格差异不大，则表明全渠道运营能力和品牌力较强，不需过度依赖折扣促销手段实现规模增长。以中外头部品牌核心大单品为例，国际品牌在唯品会等渠道的折扣力度明显，珀莱雅、薇诺娜等国货品牌各渠道价差较小，彰显国货龙头对中国市场的全渠道把控力更强。

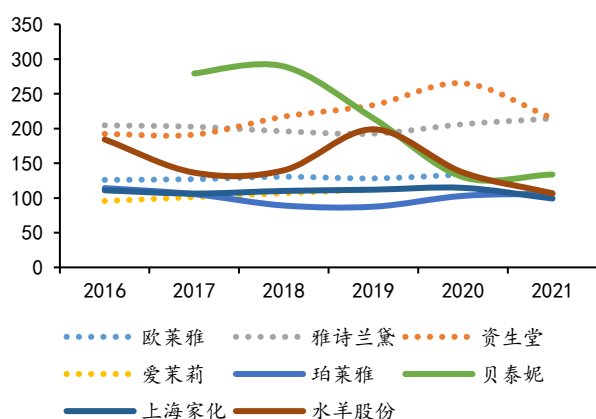
图 43：渠道控价能力彰显公司品牌力



数据来源：天猫，抖音，京东，唯品会，小红书，各品牌官网，微信官方商城，华福证券研究所（注：平销日，统计时间为 2022 年 8 月，到手价，含赠品）

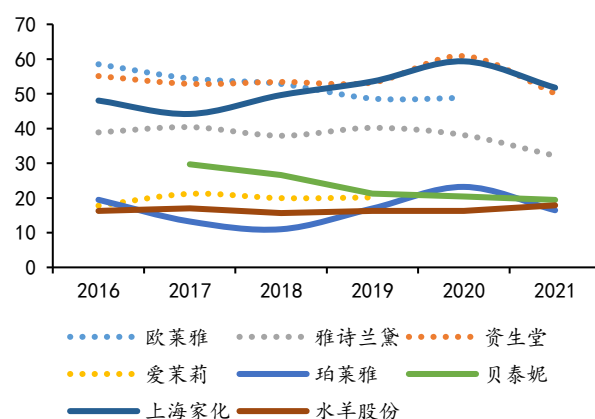
从周转效率来看，国际集团的存货周转天数较长，雅诗兰黛和资生堂 2021 年存货周转天数分别为 214 天/215 天，四家国货化妆品企业 2021 年存货周转天数均值为 111 天，成熟集团全球化布局下的国际供应链拉长了运营周期。本土化妆品集团除上海家化外，应收账款周转天数较短，珀莱雅/贝泰妮/水羊股份 2021 年应收账款周转天数均值为 18 天。

图 44：中外化妆品集团存货周转天数



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图 45：中外化妆品集团应收账款周转天数



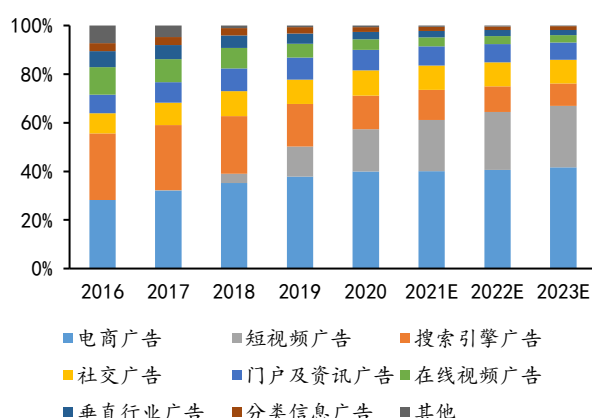
数据来源：公司公告，华福证券研究所

3.3 营销：发力短视频等新媒体种草，内容营销输出品牌价值观

营销模式更注重体验与场景，头部品牌自身打造内容输出产品力。自 2017 年我

国短视频起步以来，短视频广告市场份额提升，预计 2023 年市占率将达到 25.3%，具备先发优势和本土化优势的国货化妆品优先通过短视频营销更多地触达消费者，新营销和新渠道推动供给端变革。日益分散的流量入口对头部化妆品品牌的全渠道运营能力提出的更严格的考核，细分赛道品牌强调专业性，大众化品牌对消费者洞察能力要求更高。近期双超头的停播对于具备优质运营经验的国货龙头构成利好，品牌通过 KOL+产品+内容相结合的营销模式进行前期种草，不仅在大促期间高效收割，在平销月也形成持久的消费转化力。

图表 46：中国不同媒体类型网络广告市场份额



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

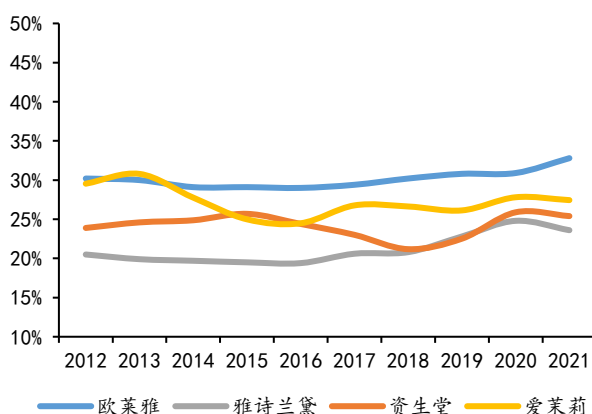
图表 47：产品+KOL+内容营销种草



数据来源：解数咨询，华福证券研究所

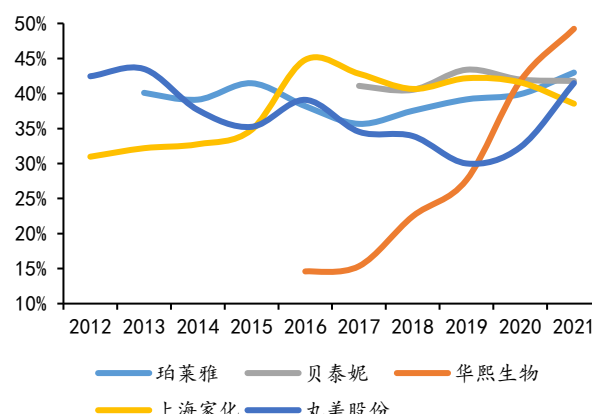
成长期高销售费用率支撑长期品牌力打造。成熟国际集团通过多年的积累和沉淀，已形成较强的品牌力，在消费者端拥有高认可度和复购粘性，其销售费用率趋于稳定，2012-2019 年欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉的销售费用率处于 20%-30%，近两年有所提升以抓住疫情后化妆品消费复苏机遇。国货龙头化妆品集团正处于快速成长期，高营销费用维持规模高增速，2016 年至今销售费用率普遍处于 35%-45%之间，支撑公司在稳步打造产品力并向品牌力迈进的过程中高频触达消费者。

图表 48：国际化妆品集团销售费用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 49：中国化妆品企业销售费用率

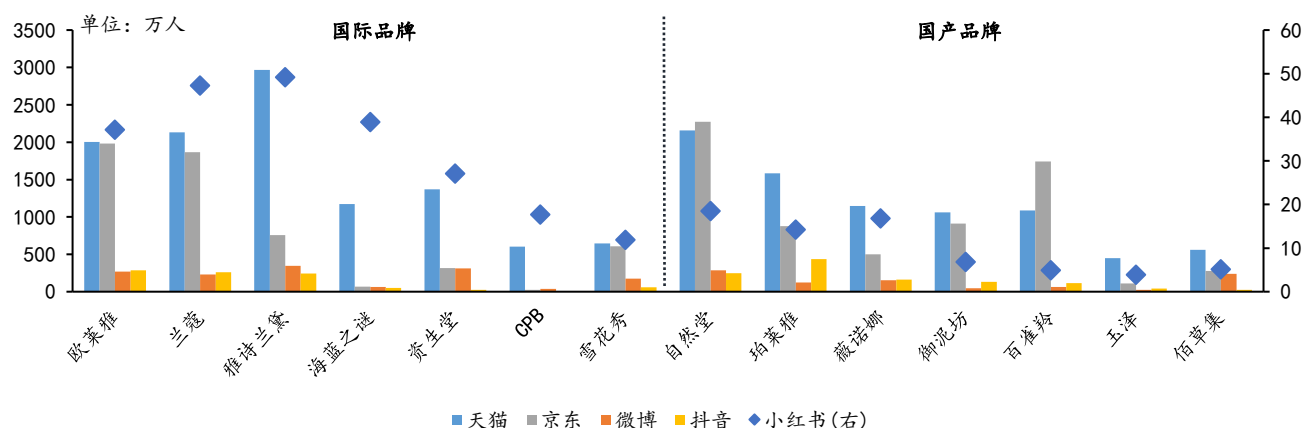


数据来源：公司公告，华福证券研究所

粉丝数量衡量品牌传播力度，头部国货突围新式电商。品牌知名度的一个直观表现是各平台粉丝数量，在传统的天猫渠道，国际品牌经过长期积淀拥有大量粉丝，

2022 年 8 月欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛天猫平台粉丝数量分别为 2004 万人/2133 万人/2965 万人，国产品牌中自然堂和珀莱雅天猫粉丝数位居行业前列，分别为 2156 万人/1584 万人。在抖音平台上，国际头部品牌并非拥有绝对优势，珀莱雅通过在新式兴趣电商抖音渠道的大力铺设，抖音平台的粉丝数超越其他品牌，达到 437 万人。

图表 50：22 年 8 月护肤品牌线上渠道粉丝数



数据来源：天猫，京东，微博，抖音，小红书，华福证券研究所（注：粉丝数统计时间为 2022 年 8 月 12 日）

“国潮”营销日益注重产品底层竞争力。通过对品牌价值观的塑造，提升消费者对品牌的长期认可度，从而形成持久的消费粘性。在国潮崛起的浪潮中，对于“国潮”的营销已从简单的包装和外观等形式化的概念转变为根本产品力的输出，从简单的将中国传统文化融合现代潮流元素深化到品质升级、工艺创新、原创设计等核心竞争力，塑造长期品牌力与国际品牌正面竞争。其逻辑与“爆品-大单品”相似，从短期热点消费现象扩展到长期消费趋势。

3.4 组织：国际集团加码数字化，中国龙头企业灵活反应持续创新

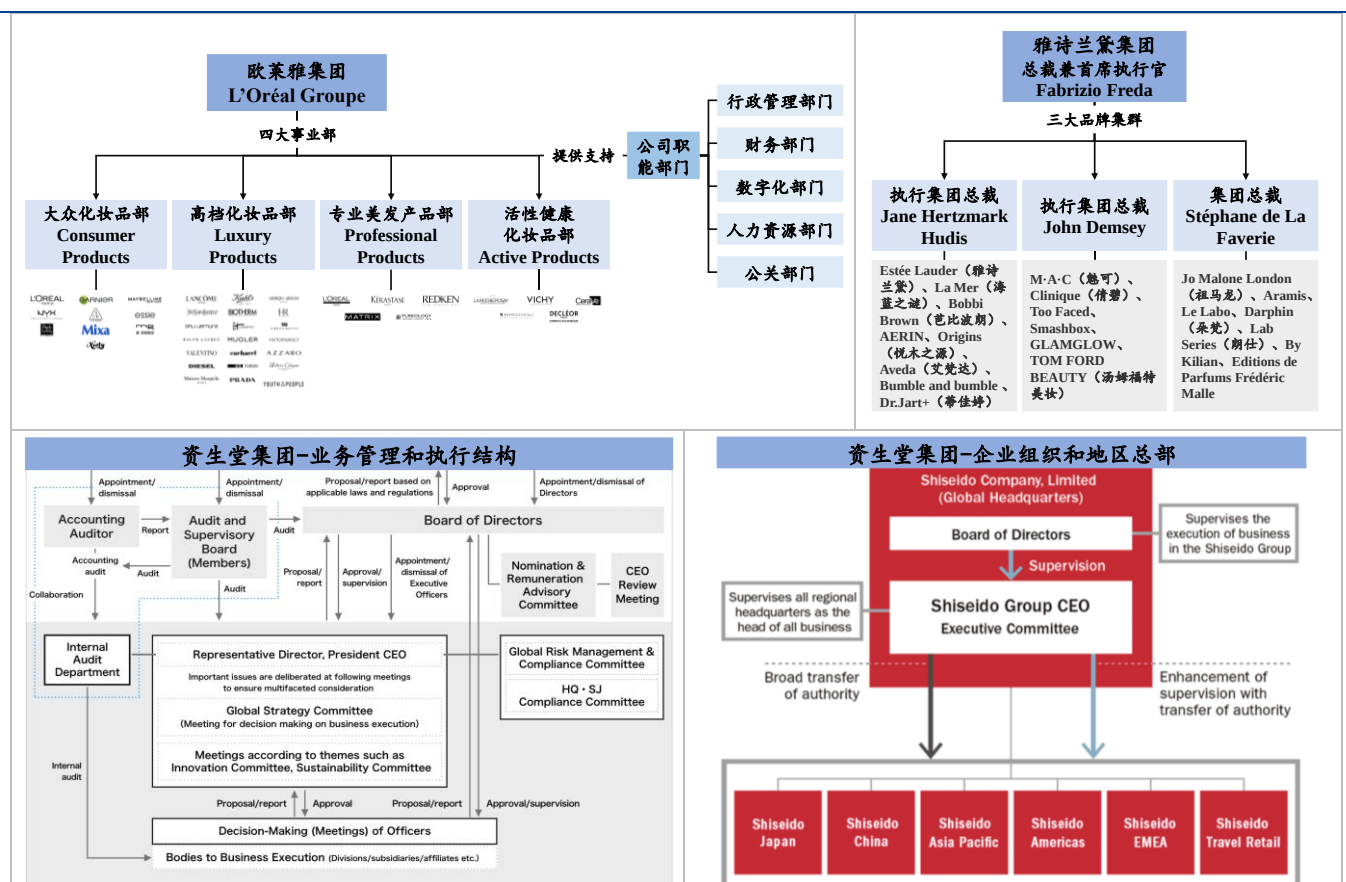
国际集团已实现全球化布局，为及时满足不同地区多元化的消费者需求，依靠较强的数字化能力通过 AI 分析对全球消费者数据进行跟踪。

欧莱雅旗下品牌分为四大事业部，提供支持的职能部门中包含专门的数字化部门，通过数字化电商拓展用户的购买渠道，渗透新兴国家和更年轻的人群；通过数据技术帮助品牌更好地理解消费者，并优化数字化广告投放和 ROI 测算；依托用户运营帮助品牌与消费者建立更加私人化、个性化的联系，与消费者之间产生更为丰富的情绪互动。雅诗兰黛作为家族企业，2009 年聘请外部经理人 Fabrizio Freda 作为集团 CEO，开启年轻化和数字化转型，着力小红书、微信等社交媒体深度接触年轻消费者。

资生堂集团以矩阵式组织结构为基础，结合了六个地区和品牌类别，将职能下放至日本、中国、亚洲、美洲、欧洲和旅游零售分部，推动本地化建设。在数字化建设方面，资生堂 2021 年与埃森哲成立合资公司资生堂互动美容(Shiseido Interactive Beauty)，利用埃森哲的专业知识和数字化工具，将人工智能、数据分析和自动化结合，更好服务线下渠道，提供融合线上线下的全新体验，推动业务转型。其次，资生堂集团业务遍布全球约 120 个国家和地区，未来将借由埃森哲的携手，实现全球共通的经营信息与数据可视化，库存管理精细化，全球供应链调配和决算提速等数字化

革新及基础业务流程升级。

图表 51：国际头部化妆品集团组织架构



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

国货龙头化妆品企业掌握中国消费者一线数据，高效组织快速反应，顺应消费需求变化。珀莱雅通过中台统筹，矩阵式管理灵活调整增强内部协同，市场需求与产品推新强结合，股权激励瞄准收入目标双增长。贝泰妮将电商事业部一拆四分为传统电商、新零售、WINONA baby、抖快事业部，专业化运营新品牌和新渠道。华熙生物推行强中台结构，通过赛马机制激励研发创新。鲁商发展强化国企改革，总部精简，职能下沉，一线做强，充分授权；引入腾讯、壹网壹创等战投提升运营实力，设立员工持股平台增强激励。上海家化 123 战略稳步推进，以消费者为中心，品牌创新、渠道进阶，加强文化、流程、数字化建设，PMO 制度加强品牌和研发合作。水羊股份双轮驱动双向赋能。

图表 52：中国化妆品集团组织架构和激励机制

	组织架构	激励机制
珀莱雅	统一中台资源共享，矩阵式管理加强内部协同	股权激励绑定高管、中层、骨干，考核目标收入利润双增，2022-2024 年同比增速分别为 25%/23%/22%
贝泰妮	线上：传统电商事业部（天猫、唯品会、京东）、新零售事业部（屈臣氏等专业 CS 渠道、线下体验店、品牌旗舰店）、WINONA baby 事业部、抖快事业部；线下：医院、OTC	核心员工持股，新品牌采取内部创业模式给予股权充分激励
华熙生物	“强中台”架构：包括品牌推广中心、医学事务中心、运营项目中心、产品管理中心、研发管理中心、HRBP 中心以及医美生态发展中心等七大中台	股权激励绑定董事、高管、核心技术人员和骨干，赛马机制激励研发工作室更新产品配方和技术创新
鲁商发展	福瑞达下设医药事业部、美妆事业部、投资平台，职能支持充分	引入腾讯、壹网壹创等战投增加运营能力，员工持股平台增强激励
上海家化	123 战略：以消费者为中心；以品牌创新，渠道进阶为基本点；以文化，系统与流程，数字化为助推器。PMO 架构：品牌-研发一对一沟通，目标共背	股权激励绑定中层与骨干员工

数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

单品牌存在天花板，品牌矩阵支撑集团化增长。以成熟市场为例，2021 年美/法/日/韩护肤品市占率 TOP1 的品牌分别为露得清/伊夫黎雪/DHC/雪花秀，市占率分别为 4.7%/8.0%/4.0%/9.0%，均为各国本土品牌；中国 2021 年 TOP1 护肤品品牌为欧莱雅，市占率 5.3%。单一品牌成熟化发展进入增长平稳期后，多元品牌接棒高速增长为集团贡献新的增速。回顾国际龙头化妆品公司的集团化之路，欧美集团资本实力雄厚以收购为主，日韩集团研发实力优异以自身孵化为主，中国化妆品集团有望通过自主孵化+收购相结合的模式形成多品牌矩阵，满足不同价位和功效的消费者需求。

图表 53：欧美化妆品集团品牌孵化及收并购历史

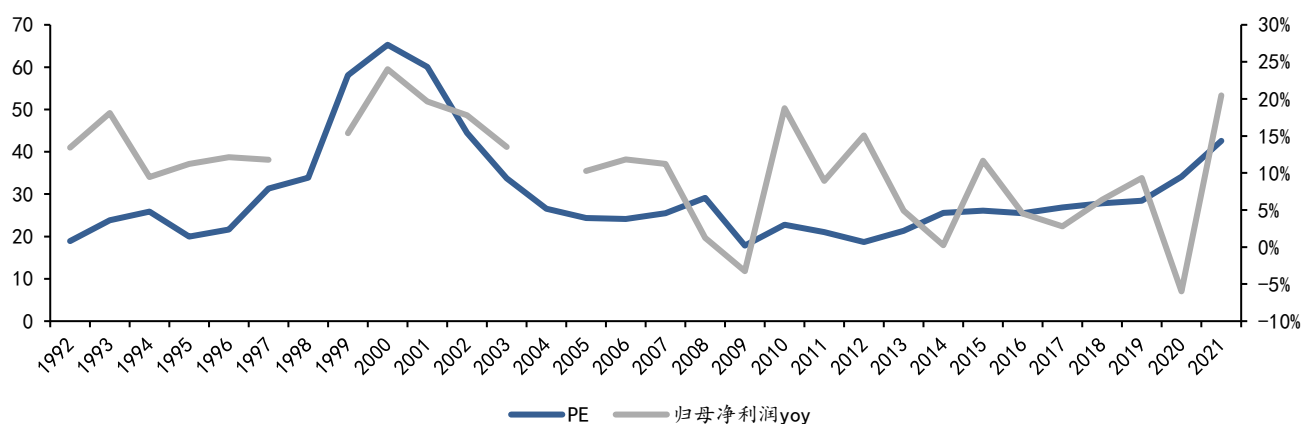
欧莱雅		雅诗兰黛																					
1909	巴黎欧莱雅 L'Oréal Paris、欧莱雅专业美发 L'Oreal Professional	1946	雅诗兰黛 Estée Lauder																				
1924	Mixa	1963	Aramis																				
1964	收购兰蔻 Lancôme	1968	倩碧 Clinique																				
1965	收购卡尼尔 Garnier	1987	朗仕 Lab Series																				
1970	收购碧欧泉 Biotherm	1990	悦木之源 Origins																				
1975	Cacharel 香水（授权）	1995	收购芭比波朗 Bobbi Brown、海蓝之谜 La Mer																				
1980	收购薇姿 VICHY	1997	收购艾梵达 Aveda																				
1985	收购阿玛尼美妆 Giorgio Armani Beauty 收购拉芳伦香水 Ralph Lauren Fragrances	1999	收购祖马龙 Jo Malone London、魅可 M·A·C																				
1988	收购 HR 赫莲娜	2000	收购 Bumble and bumble																				
1989	收购理肤泉 La Roche-Posay	2003	收购朵梵 Darphin																				
1993	卡诗 KÉRASTASE 收购 REDKEN	2005	Tom Ford Beauty（授予）																				
1996	收购美宝莲 Maybelline	2010	收购 Smashbox																				
2000	收购科颜氏 Kiehl's, 收购 MATRIX	2012	AERIN Beauty																				
2002	收购植村秀 Shu Uemura Viktor & Rolf 香水系列（授权）	2014	收购 Le Labo																				
2004	收购羽西 Yue Sai	2015	收购 Editions de Parfums Frédéric Malle、GLAMGLOW																				
2005	收购修丽可 SkinCeuticals	2016	收购 BY KILIAN、Too Faced																				
2007	收购 Pureology	2019	收购 Dr. Jart+																				
2008	收购 YSL Beauté	<table><caption>品牌孵化及收并购占比数据（估算值）</caption><thead><tr><th>品牌</th><th>孵化占比</th><th>收购占比</th><th>代理占比</th></tr></thead><tbody><tr><td>欧莱雅</td><td>~10%</td><td>~80%</td><td>~10%</td></tr><tr><td>雅诗兰黛</td><td>~30%</td><td>~60%</td><td>~10%</td></tr><tr><td>资生堂</td><td>~80%</td><td>~10%</td><td>~10%</td></tr><tr><td>爱茉莉</td><td>~90%</td><td>~10%</td><td>~0%</td></tr></tbody></table>		品牌	孵化占比	收购占比	代理占比	欧莱雅	~10%	~80%	~10%	雅诗兰黛	~30%	~60%	~10%	资生堂	~80%	~10%	~10%	爱茉莉	~90%	~10%	~0%
品牌	孵化占比			收购占比	代理占比																		
欧莱雅	~10%			~80%	~10%																		
雅诗兰黛	~30%			~60%	~10%																		
资生堂	~80%			~10%	~10%																		
爱茉莉	~90%			~10%	~0%																		
2009	Maison Margiela 香水																						
2010	收购 Essie																						
2013	收购 Urban Decay UD 衰败城市																						
2014	收购 Decléor、NYX Cosmetics、Niely Cosmetics、MG 美即																						
2016	收购 IT Cosmetics、欧珑 Atelier Cologne																						
2017	收购适乐肤 CeraVe																						
2018	Valentino 美容和香水业务（授权），收购 3CE STYLENANDA																						
2019	Prada S.p.A 香水和美容业务（授权）																						
2020	收购 MUGLER、AZZARO																						
2021	收购 Youth to the People																						

数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

4. 估值体系：高 PE 由增长预期支撑

从海外龙头复盘来看，高增速支撑高估值。从海外化妆品龙头集团欧莱雅的 PE 复盘来看，1996-2000 年业绩增速从 12%提升至 24%，PE 从 20 倍抬升至 65 倍，业绩增速放缓后估值下滑。而近十年即使欧莱雅的业绩增长中枢在 10%以下的较低水平，进入较为成熟的平稳增长阶段，但 2021 年 PE 重新升至 43 倍，高估值来源转变为品牌矩阵带来的集团化稳健增长预期。

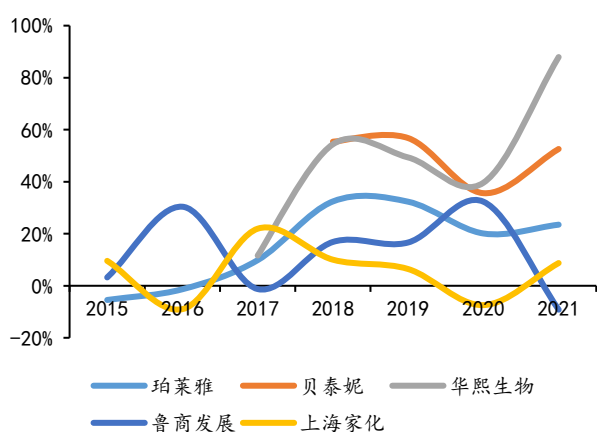
图表 54：欧莱雅 PE 复盘



数据来源：公司公告，英为财经，华福证券研究所

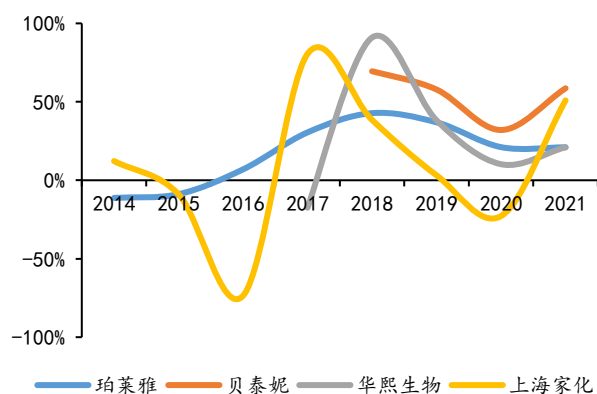
品牌力提升下的强增长确定性支撑国货化妆品龙头高估值。国货化妆品龙头处于业绩增速 30%-50% 的高速成长阶段，对应国际化妆品集团前期高速增长期，珀莱雅/贝泰妮/华熙生物 2017-2021 年营收 CAGR 分别为 27%/50%/57%，归母净利润 CAGR 分别为 30%/54%/37%，在营销持续投放和品牌不断升级的阶段，有望维持营收和业绩的较高增长预期。对于已塑造较强品牌力，规模增速较稳定，后续发展路线清晰的国货龙头化妆品公司，其近一年 PE 通常不低于 60 倍。根据 wind 一致预期，珀莱雅/贝泰妮/华熙生物未来 3 年归母净利润 CAGR 分别为 26%/35%/31%，截止 9 月 15 日收盘 2022 年预测 PE 分别为 62/60/67 倍，对应 2022 年 PEG 分别为 2.34/1.71/2.13，当前阶段高估值来源于大单品路径下的营收规模和利润快速放量。后续若龙头公司依托强运营能力成功打造多元品牌，形成品牌矩阵式的集团化增长，则高估值仍然具有支撑。

图表 55：国货化妆品集团营收增速



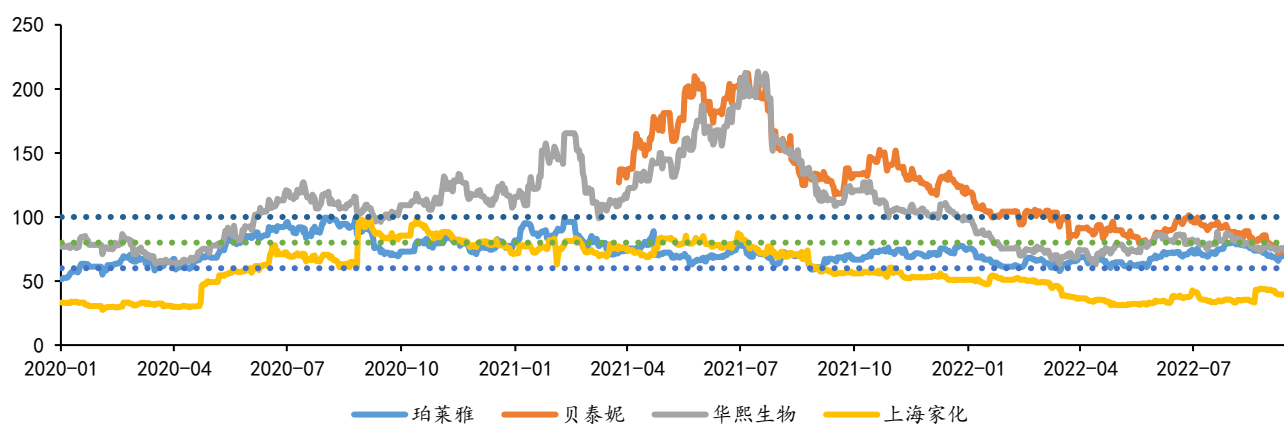
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 56：国货化妆品集团归母净利润增速



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 57：国货化妆品集团 PE-TTM 复盘



数据来源：wind，华福证券研究所

5. 投资建议

化妆品国货崛起趋势持续，国货加码研发，产品力持续提升，渠道运营能力优势明显，建议优先关注珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、科思股份。珀莱雅组织+产品+营销全方位年轻化升级，618 斩获多平台国货 TOP1，彩棠贡献第二增长曲线，平台型集团之路可期，享有估值溢价。贝泰妮药企基因与“敏感肌”强绑定，拓展“敏感+”防晒、美白、抗衰产品，后续子品牌薇诺娜 Baby 持续放量及 Q3 高端抗衰品牌 AOXMED 上市表现可期。华熙生物坐拥透明质酸龙头厂商 IP，功效护肤品加速起量，加码合成生物学和胶原蛋白新材料。科思股份产品提价顺畅盈利改善，产能利用率提升，全球需求强势复苏下产能扩张加品类拓展贡献增量。

图表 58：行业重点关注公司

代码	名称	股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				PEG
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
603605.SH	珀莱雅	160.67	455.53	5.76	7.37	9.32	11.64	87.97	61.83	48.87	39.14	2.34
300957.SZ	贝泰妮	170.84	723.68	8.63	12.03	16.21	21.28	149.86	60.20	44.67	34.02	1.71
688363.SH	华熙生物	143.30	689.40	7.82	10.34	13.68	17.69	115.42	66.70	50.39	38.97	2.13
600223.SH	鲁商发展	9.35	95.05	3.62	4.97	6.59	8.33	20.94	19.12	14.41	11.41	0.60
600315.SH	上海家化	30.38	206.47	6.49	5.87	8.16	9.79	63.84	35.18	25.31	21.09	2.40
300740.SZ	水羊股份	13.61	52.76	2.36	3.23	4.79	6.50	46.62	16.32	11.01	8.12	0.41
603983.SH	丸美股份	24.19	97.11	2.48	2.69	3.13	3.62	27.58	36.17	31.01	26.85	2.69

数据来源：wind，华福证券研究所（收盘价截止 2022 年 9 月 15 日，预测值来自 wind 一致预期，PEG 为 2022 年预测 PE/未来三年净利润 CAGR）

6. 风险提示

疫情影响消费需求：一方面若疫情影响宏观经济和人均可支配收入，可选消费品

需求将走弱，另一方面当社交频次降低时，化妆品特别是彩妆的需求将减少；

行业监管趋严：若药监局等监管部门对化妆品原料和新品上市流程等方面推出新的监管法规，将进一步提高研发投入要求、拉长新品上市周期，或影响化妆品公司规模扩张；

行业竞争加剧：化妆品行业竞争逐渐白热化，公司若无法打造长期品牌力，或将丧失市场地位。