

2021 年 04 月 18 日

美丽话题之国货：个人护理品牌崛起哪些新星？

■美博会实现全产业链覆盖，新趋势需要关注。2021 年 3 月中国国际美博会在广州举办，以“互联网，科创力，可持续”三大主题，实现了涵盖日化线、供应链、专业线、新渠道及康复业的全产业链覆盖。今年的展会不仅设立了护肤、彩妆、头发及身体护理、洗护产品等传统个人护理品类，更开拓了医疗健康、轻奢等新主题。美博会反映了个护行业五大新趋势：（1）疫情影响下，修复和抗敏成为主流需求，敷尔佳定位修复肌肤自身屏障的功效，顺应主流美容趋势。（2）年轻一代消费者形成体验型消费趋势，伊斯佳以防脱洗护和香氛洗护为卖点。（3）“洁净护肤，自然养肤”概念大行其道，诺斯贝尔推出有机护肤产品。（4）美容仪器设备、美胸纤体抗衰等身体护理，祛斑祛痘美白等脸部护理等产品火热，医美市场不容小觑。（5）参展的渠道商从曾经的传统线下销售转型到如今涉足电商、微商、美容院线等多渠道运营模式。

■产业纵览：中国个护市场规模突破 4,500 亿元，差异化体验为王道。从产品类型划分，中国个人护理市场可细分为护肤（份额 52.4%）、头发及身体护理（份额 16.8%）、彩妆（份额 12%）个人清洁护理（份额 7.5%）和其他（份额 11.3%）。

✓ **护肤**：根据 Euromonitor 数据，2016 年到 2019 年，护肤品消费占个人护理消费比例从 50.6%增至 52.4%，市场增长率从 6.6%升至 13.3%并预计在 2023 年达到 14.7%。护肤消费者需求圈层化明显，成分与功效、性价比和品牌保障是消费者关注的三大因素，推动了护肤品品类多元化、精细化的发展趋势。目前国货护肤品牌绝大多数分布在中高端、大众化和极致性价比梯度，部分品牌开始进军“抗衰”高端市场。男性颜值经济觉醒，未来市场大有可期。

✓ **彩妆**：根据德勤研究与分析数据，自 2019 年起以完美日记、毛戈平、花西子等为代表的新兴国产品牌表现良好，2017 年、2018 年、2019 年国产品牌在天猫平台彩妆 GMV 占比分别为 63%、62%、61%，远超海外彩妆品牌。国产彩妆龙头企业借助更早进入线上渠道的优势，享受个护渗透率在低线城市提升过程中的红利。营销方向上，线上线下形成闭环，电商平台、社交媒体投放为刚需，线下门店广告应精准引流定向投放。

✓ **头发及身体护理**：可支配收入提高使国民消费升级，社交媒体的频繁市场教育及日韩流行文化的输入推动了“颜值经济”的兴起，个护消费者追逐从头到脚的精致细节。电子商务的普及催生“宅

新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

相关报告

驱动力：造血类核心技术产
品增长 46.58%，新产品贡献
逐步释放

海伦司：年轻化、社交场景
的线下连锁酒馆究竟是怎样
的一门生意？

宏远电器：新装备制造企业
受益军民融合，2020 年收入
5.7 亿利润 5600 万达历史新高

翰博高新：2020 年完成
Mini-LED、OLED 的全面布
局，归母净利润 1.53 亿

全市场科技产业策略报告第
105 期

经济”，带动新型消费模式加快发展，艾媒咨询数据显示，中国网民网购的商品类别中，洗护用品的购买比例最高达到了 40.8%。中高端市场个护消费者需求旺盛，头发护理产品集中在防脱生发和香氛洗护两个方向，身体护理消费者更关注颈部去皱和手足保湿去角质的功效性产品。国产新锐品牌如阿道夫，利用卫视综艺冠名，宣传产品功能效果，借助流量红利，扩大品牌影响力。

- ✓ **个人清洁护理：**受疫情影响，消毒除菌深入人心，据弗若斯特沙利文统计调研数据，2015 年到 2019 年，我国洗手液市场零售总额持续增长，增长至 27.21 亿元，年均复合增长率为 11%，洗手液有替代香皂市场的可能。洗手液线上销售渠道是增长主力军，各线城市市场增长迅速，低线城市潜力最大。驱蚊除虫产品中，花露水包装升级，并推广提神、抑汗等功效性产品，带动青年消费者的购物欲，市场消费额有上升空间。

■ 标的梳理：

- ✓ **新三板个护行业：**净利润超过 2000 万的有三家，伊斯佳、诚享东方、芭薇股份。营收超过 2 亿元的有 3 家，超过 1 亿元的有 8 家。其中欧佩股份营业收入最高，金额为 3.13 亿元，兰亭科技以 2.99 亿元紧随其后，芭薇股份以 2.32 亿元位居第三。营收同比增速最高的为诚享东方，高达 35.31%；伊斯佳表现亮眼，以 23.32% 的增速获得第二；兰亭科技凭借 22.94% 增速成为第三。
- ✓ **伊斯佳：**专业线与日化线并举，专注抗衰生命科技研究、磨砂体乳、防脱与香氛精致洗浴，全力推进智能制造私人定制项目，打造 C2M 营运体系。以差异化品牌定位，借助研发创新、品牌创新，已成为国内专业线化妆品行业的“领头羊”。
- ✓ **美股上市公司逸仙电商：**凭借旗下完美日记、小奥汀、完子心选及 Galénic 四大彩妆及护肤品牌，成立 4 年迅速崛起，加速美妆行业“国产替代”。深耕 DTC，聚焦直营电商，逐步开设线下体验店，全渠道（小红书、微博、抖音&快手、B 站等）营销覆盖。
- ✓ **港股上市公司朝云集团：**一站式多品类家居护理、个人护理和宠物护理平台，产品包括护肤产品、头发和身体护理产品、洗手液及花露水。拥有线上+线下全渠道销售网络，并聘请立白集团制造及分销若干产品以及若干基础服务。

■ **风险提示：**消费者偏好变化，市场竞争加剧，新品研发不及预期。

内容目录

1. 个人护理市场消费升级，国产品牌差异化崛起.....	6
1.1. 美博会实现全产业链覆盖，个人护理市场存在进一步增长空间.....	6
1.2. 国货品牌欲崛起，需跟准个护市场五大趋势.....	6
1.2.1. 趋势一：疫情影响下，修复和抗敏成为护肤主流需求.....	6
1.2.2. 趋势二：体验型消费成趋势，Z世代愿意为颜值付出高溢价.....	7
1.2.3. 趋势三：Clean Beauty 正在进行时，“洁净护肤”概念大行其道。.....	9
1.2.4. 趋势四：美容仪器、医美脸部和身体护理等产品热度高，个护医美市场不容小觑。.....	11
1.2.5. 趋势五：从传统线下销售扩张到涉足电商、微商、美容院线等多渠道运营模式。.....	12
2. 行业概览：中国个护产品消费占全球市场比例上升.....	15
2.1. 市场概况：市场规模突破 4500 亿元，中长期发展潜力居高不下.....	15
2.2. 细分市场现状：个护细分赛道均存在进一步增长空间.....	16
2.2.1. “护肤”、“彩妆”产品前景广阔，增长空间大.....	16
2.2.2. 头发及身体护理产业规模不断扩大，中高端产品需求旺盛.....	18
2.2.3. 消毒除菌深入人心，个人清洁护理市场前景广阔.....	20
2.3. 一级市场：国货彩妆投融资事件多，头部品牌小众品牌齐飞.....	21
3. 重点投资标的梳理：.....	23
3.1. 新三板建议关注的个人护理公司.....	23
3.1.1. 新三板个人护理行业公司情况一览.....	23
3.1.2. 伊斯佳 838858：专注于美容护肤领域的抗衰生命科技.....	24
3.1.3. 诺斯贝尔：化妆品 ODM 龙头，连续业绩高增长.....	27
3.2. 国货彩妆个护二级市场现状：A 股上市的个护产业链公司数量少.....	28
3.2.1. A 股个人护理行业公司基本情况.....	28
3.3. 港股市场：朝云集团，中国领先的一站式清洁护理平台.....	28
3.4. 美股市场：逸仙电商，中国彩妆美股上市第一股.....	30

图表目录

图 1：疫情期间各代际对护肤更关注的人群比例.....	6
图 2：戴口罩后是否有皮肤问题.....	7
图 3：不同性别戴口罩后有皮肤问题的人群比例.....	7
图 4：2014-2023 年中国美妆护肤市场增长率（%）.....	7
图 5：2019 年中国美妆护肤市场品牌金字塔.....	7
图 6：Z 世代用户规模和线上行为指标.....	8
图 7：2020 年 Z 世代购买美妆护肤品影响因素.....	8
图 8：Z 世代美妆护肤消费画像.....	8
图 9：伊斯佳股份 — 草本肽防脱健发系列.....	9
图 10：伊斯佳股份 — 草本肽防脱健发系列.....	9
图 11：伊斯佳股份 — 咖啡醒肤身体护理系列.....	9
图 12：伊斯佳股份 — 烟酰胺美白护理系列.....	9
图 13：伊斯佳股份 — 魔法系列高光身体磨砂膏.....	9
图 14：伊斯佳股份 — 私人定制项目.....	9

图 15: clean beauty 海外品牌 — Drunk Elephant(醉象).....	10
图 16: clean beauty 国产品牌 — 溪木源.....	10
图 17: 2020 年中国消费者美妆护肤品购买考虑因素.....	11
图 18: 2020 年中国敏感肌要求天然成分占比.....	11
图 19: 20-49 岁中国女性使用家用美容仪比例.....	11
图 20: 国产家用美容仪器品牌 — 金稻.....	11
图 21: 国产医美护肤品品牌 — 敷尔佳.....	12
图 22: 国产医美护肤品品牌 — 可丽金.....	12
图 23: 中国社交电商零售额 (亿) 及同比增速 (%)	13
图 24: 2019 年中国美妆护肤行业互联网广告投入指数 (万)	13
图 25: 2020 内容产业关系图谱.....	14
图 26: 2017-2020 中国 MCN 机构数量 (家)	14
图 27: 2016-2019 年中国 MCN 行业融资金额 (亿元)	14
图 28: 2021 淘宝年货节功夫主播 108 将.....	14
图 29: 淘秀光影.....	15
图 30: 大鹅文化.....	15
图 31: 中国个人护理市场规模及预测 (人名币十亿元)	15
图 32: 2012-2021 年中国个人护理消费占全球市场规模及预测 (%)	16
图 33: 各国人均彩妆产品消费金额.....	16
图 34: 2016-2023 年中国美妆护肤市场增长率 (%)	17
图 35: 2019 年中国护肤品年成交额环比增幅部分列举.....	17
图 36: 2019 年中国美妆品年成交额环比增幅部分列举.....	17
图 37: 2016-2020 年中国男性美容零售规模及预测 (亿元)	17
图 38: 逸仙电商旗下完美日记天猫旗舰店.....	18
图 39: 逸仙电商旗下小奥汀天猫旗舰店.....	18
图 40: 2015-2021 年中国个人护理—头发及身体护理市场规模统计及预测 (亿元)	18
图 41: 2019 年中国网络商品销售比例分布 (%)	19
图 42: 2018 年中国洗护发产品线上销售份额 (%)	19
图 43: 2018 年中国香氛洗发水线上市场品牌份额 (%)	19
图 44: 2017-2018 各价位身体护理销售额同比增速 (%)	20
图 45: 2018 各年龄段身体护理销售额增速 (%)	20
图 46: 2018 各城市级别身体护理销售额增速 (%)	20
图 47: 2015-2021 年中国个人护理—洗手液市场规模统计及预测 (百万元)	21
图 48: 2015-2021 年中国个人护理—花露水市场规模统计及预测 (亿元)	21
图 49: 伊斯佳股份 — 2014 年连湾生产基地.....	25
图 50: 伊斯佳股份 — 2017 年平东生产基地.....	25
图 51: 伊斯佳股份—2002 年南屏科技园.....	26
图 52: 伊斯佳股份实验室.....	26
图 53: 伊斯佳专利证书.....	26
图 54: 伊斯佳获奖证书.....	26
图 55: 诺斯贝尔研发中心.....	27
图 56: 诺斯贝尔研发团队.....	27
图 57: 朝云集团业务模式	29
图 58: 逸仙电商 DTC 商业模式全景图	31

表 1: 美妆消费者圈层对比.....	10
表 2: 中国个人护理品牌营销现状.....	12
表 3: 天猫平台彩妆 GMV 占比.....	18
表 4: 2019-2021.3 彩妆个护重点投融资及并购事件.....	22
表 5: 2017-2018 彩妆个护重点投融资及并购事件.....	23
表 6: 新三板个人护理行业公司基本情况一览.....	23
表 7: 伊斯佳产品列表.....	24
表 8: 伊斯佳财务数据.....	26
表 9: 诺斯贝尔产品列表.....	27
表 10: 诺斯贝尔财务数据.....	28
表 11: 拟上市标的梳理.....	28
表 12: 朝云集团产品列表.....	29
表 13: 朝云财务数据.....	30
表 14: 逸仙电商品牌列表.....	30
表 15: 逸仙电商财务数据.....	31

1. 个人护理市场消费升级，国产品牌差异化崛起

1.1. 美博会实现全产业链覆盖，个人护理市场存在进一步增长空间

疫情后的首届美博会，新趋势，国产品牌表现亮眼。以“互联网，科创力，可持续”三大主题，实现了涵盖日化线、供应链、专业线、新渠道及康复业的全产业链覆盖。今年的展会不仅设立了护肤、彩妆、头发及身体护理、洗护产品等传统个人护理品类，更开拓了医疗健康、轻奢等新主题，多元化引领美业资源融合创新，捕捉市场发展新机遇。

1.2. 国货品牌欲崛起，需跟准个护市场五大趋势

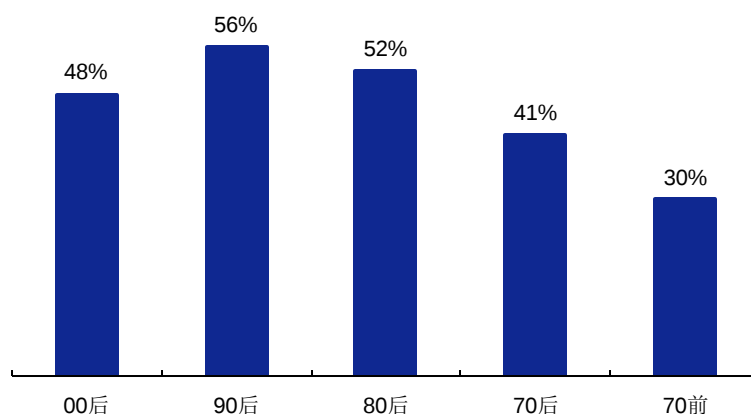
从美博会产品构成和参展渠道商结构分析个护行业五大新趋势：

- 1) 疫情影响下修复和抗敏成为主流需求，敷尔佳定位修复肌肤自身屏障的功效，顺应主流美容趋势。
- 2) 年轻一代消费者形成体验型消费趋势，伊斯佳以防脱洗护和香氛洗护为卖点带动中国洗护市场进入升级时代。
- 3) “洁净护肤，自然养肤”概念大行其道，诺斯贝尔推出有机护肤产品。
- 4) 美容仪器设备、美胸纤体抗衰等身体护理，祛斑祛痘美白等脸部护理等产品热度高，医美市场不容小觑。
- 5) 参展的渠道商从曾经的传统线下销售转型到如今涉足电商、微商、美容院线等多渠道运营模式。

1.2.1. 趋势一：疫情影响下，修复和抗敏成为护肤主流需求

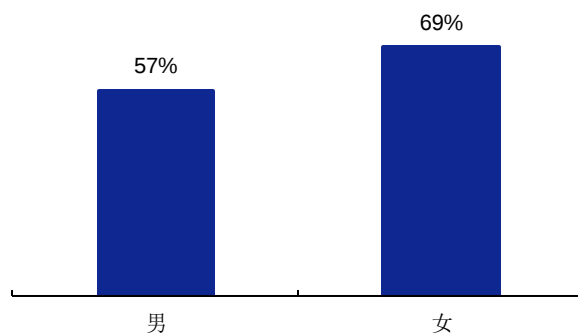
后口罩时代，修复和抗敏成为主流护肤趋势。疫情背景下，五成消费者更注重护肤，居家期间逐渐树立起健康护肤观念，后口罩时代超六成消费者出现皮肤过敏、爆痘、毛孔粗大等问题。根据 CBNDATA 调研数据显示，男性消费者中有 57% 在佩戴口罩后出现皮肤问题，女性消费者这一比例更高达 69%。不同性别在选择“口罩脸”护肤品最关注的因素包括产品安全性、功效和产品成分，对专业皮肤科医生和专家意见的信任度更高。新锐国产小龙头包括敷尔佳定位修复肌肤自身屏障、薇诺娜主打舒敏补水成分、玉泽推广药妆养肤。

图 1：疫情期间各代际对护肤更关注的人群比例



资料来源：CBNDATA 调研数据，安信证券研究中心

图 3: 不同性别戴口罩后有皮肤问题的人群比例



资料来源：CBNData 调研数据，安信证券研究中心

年轻一代消费者形成体验型消费趋势，高端市场迅速崛起。根据 Euromonitor 数据，从 2016 年起，国内高端个人护理市场出现增长，消费升级和颜值经济的流行促使消费者愿意为美支付高额溢价。国际品牌集中在大众化、中高端、高端以及奢侈品类，经典国货以及新锐国货品牌，绝大多数分布在品牌金字塔的中高端、大众化、极致性价比梯度。新锐国货品牌表现亮眼，部分品牌已经开始在中高端市场开疆拓土。

年份	大众化妆品 (%)	高端化妆品 (%)
2014	7.5	9.0
2015	5.5	8.5
2016	4.5	9.5
2017	5.5	25.0
2018	7.0	28.0
2019	7.5	31.0
2023E	9.0	35.0

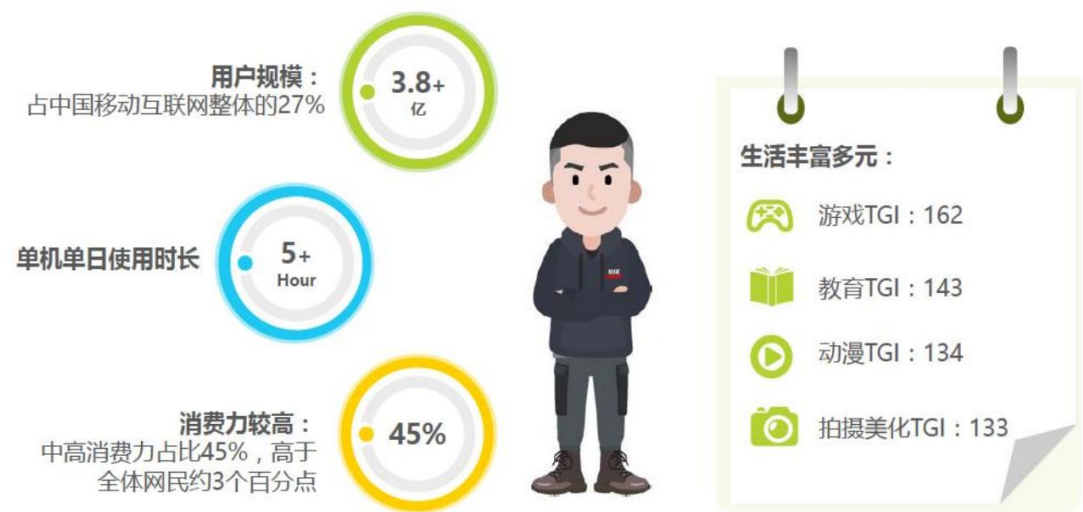
图 5: 2019 年中国美妆护肤市场品牌金字塔



本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

互联网原住民 Z 时代，线上消费能力高。 Z 世代是指出生于 1995-2009 年的人群，从小被互联网等高科技环绕，人均可支配收入超 3000 每月并愿为颜值与潮流买单，艾瑞咨询数据表示美妆护肤产品购买率高达 94%。对于个人护理产品，Z 世代最看重产品功效和成分安全性，其次为产品口碑，并愿意为此付出高额溢价。

图 6：Z 世代用户规模和线上行为指标



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 7：2020 年 Z 世代购买美妆护肤产品影响因素

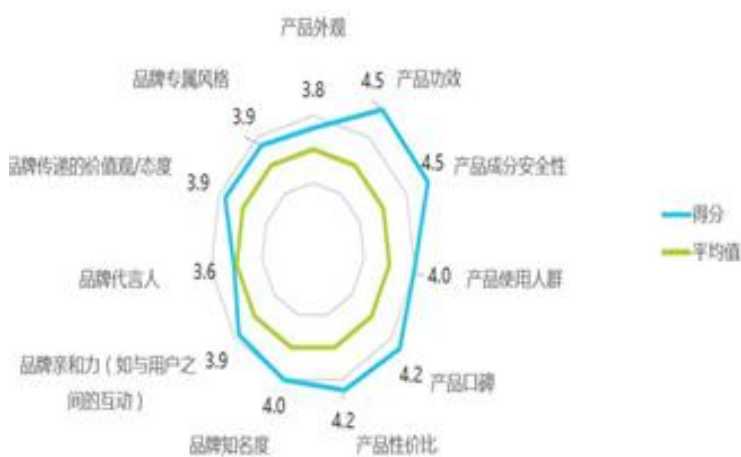


图 8：Z 世代美妆护肤消费画像



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

伊斯佳（838858） 推出了主打功效性的头部护理产品和身体护理产品，引导国产精致洗浴文化。头部护理产品覆盖“沙龙级发质管理专家”系列（见图 9）、草本肽防脱健发系列（见图 10）、香氛洗护系列等，以防脱洗护和为卖点。身体护理产品包括咖啡醒肤身体护理系列（见图 11）、烟酰胺美白护理系列（见图 12）等，还推出了新品魔法系列（见图 13），逐渐开辟美容护肤领域的“新赛道”。并推出私人定制项目，为消费者提供专属服务，紧抓 Z 世代的需求。

图 9：伊斯佳股份——草本肽防脱健发系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 10：伊斯佳股份——草本肽防脱健发系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 11：伊斯佳股份——咖啡醒肤身体护理系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 12：伊斯佳股份——烟酰胺美白护理系列



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 13：伊斯佳股份——魔法系列高光身体磨砂膏



资料来源：公开信息，安信证券研究中心

图 14：伊斯佳股份——私人定制项目



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2.3. 趋势三：Clean Beauty 正在进行时，“洁净护肤”概念大行其道。

医研共创的功能性护肤品是国产品牌未来方向。Clean Beauty 主打无添加和天然有机产品，拒绝有害物质、支持零伤害，以“洁净护肤”概念成为流行趋势。根据 Euromonitor 数据统计，2012 年以来中国皮肤学级产品规模总体呈上升趋势，2019 年中国皮肤学级产品规模为 135.5 亿元，2016-2019 年中国皮肤学级护肤品增速 CAGR 为 25.7%，远超护肤品整体增速 CAGR 12.9%。根据《2020 东方美谷蓝皮书》，Z 世代呈现出作为天然植萃成分的忠实粉丝，显著的对天然成分的消费偏好。

图 15: clean beauty 海外品牌 — Drunk Elephant(醉象)



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 16: clean beauty 国产品牌 — 溪木源



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

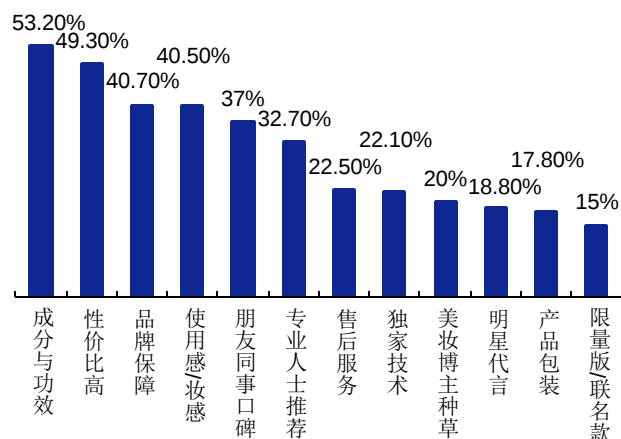
成分与功效、性价比和品牌保障是美妆护肤消费者最关注的三大因素, 尤其是敏感肌消费者, 六成以上要求天然成分。国内代表品牌 Home Facial Pro 在 2018 年品牌即进入天猫美妆销售前十名、全年销售规模破十亿; 诺斯贝尔作为国内 Clean Beauty 方面技术比较成熟的企业, 很早就建立了相关的技术和加工。

表 1: 美妆消费者图层对比

消费图层	年龄分布	城市分布	其他属性	消费需求特征
成分党	25-34 岁	二线以上城市	注重产品成分和品质, 关注科技、养生、知识	对产品试用、功能深度解析与同类产品功效对比非常感兴趣购买时最看重成分与功效
颜值控	18-34 岁	三线以上城市	关注产品包装美观度, 关注二次元、萌宠、国风	购买时注重产品包装和颜值, 并对明星同款和代言情有独钟
贵妇群	25-29 岁	一线城市	个人月收入多在 1.5 万以上, 关注旅行、健身、艺术	通常选择品牌专柜进行购买, 更青睐大品牌并且遇到好物愿意分享
追新族	18-34 岁	二线以上城市	喜欢购买新产品, 关注明星、音乐、游戏	喜欢购买新产品, 追求潮流, 通过尝试新元素给生活增添新鲜感
医美党	25-39 岁	新一线以上城市	热衷好物分享, 关注新闻资讯、喜欢健康养生	信赖专业人士的推荐经常在美容院购买美妆产品, 看重产品成分与功效
都市女	25-34 岁	一线城市	个人月收入多在 1 万, 通过购买商品彰显个性品味, 喜欢影视剧, 经常购物买买买	大多数为纯国际美妆品牌用户购买力强容易被种草安利
网红粉	25-34 岁	二线以上城市	关注直播带货, 喜欢影视综艺, 热爱美食	经常在视频平台种草拔草, 喜欢在朋友圈/微信进行好物分享
新中产	25-39 岁	新一线以上城市	有房有车, 收入高, 关注财经新闻, 喜欢品尝美食	追求品质和理性消费, 通过产品试用探索肌肤, 购买时较为关注大品牌背书

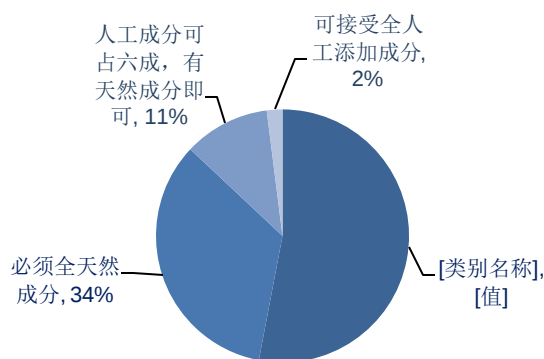
资料来源: 艾瑞咨询, 安信证券研究中心

图 17：2020 年中国消费者美妆护肤品购买考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 18：2020 年中国敏感肌要求天然成分占比

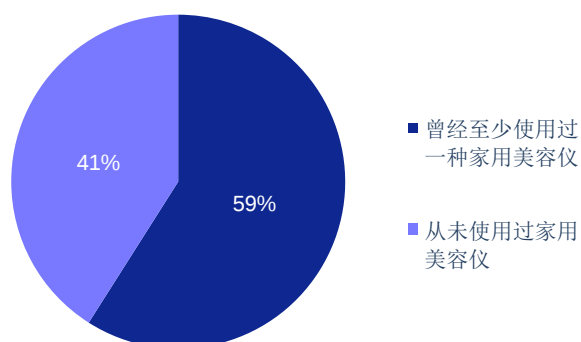


资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

1.2.4. 趋势四：美容仪器、医美脸部和身体护理等产品热度高，个护医美市场不容小觑。

美容仪器设备、美胸纤体抗衰等身体护理，祛斑祛痘美白等脸部护理等个人护理产品需求量大增长，未来增长仍具潜力。Mintel 数据表明，中国 20-49 岁中国女性消费者中有六成表示他们曾经至少使用过一种家用美容仪，由于兼具轻医美、轻侵入、可携带和操作简单等优势，家用美容仪的接受度逐步提高，消费规模处于加速增长阶段。

图 19：20-49 岁中国女性使用家用美容仪比例



资料来源：Mintel，安信证券研究中心

图 20：国产家用美容仪器品牌——金稻



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

医美护肤品是指生物医学级的原料结合美容专业保养概念而成的专业疗养产品，具有低敏、安全、高效的特点，是让使用者的皮肤在生理上发生改变的化妆品。根据弗若斯特沙利文报告，随着收入水平提高及医疗美容观念的转变，消费者对医疗美容服务产生巨大需求，相较于存在风险的医疗手术，低风险的个人护理产品发展前景大。械字号医美护肤品头部品牌包括可复美、敷尔佳、创福康、可丽金等。

图 21：国产医美护肤品品牌——敷尔佳



资料来源：公司官网

图 22：国产医美护肤品品牌——可丽金



资料来源：公司官网

1.2.5. 趋势五：从传统线下销售扩张到涉足电商、微商、美容院线等多渠道运营模式。

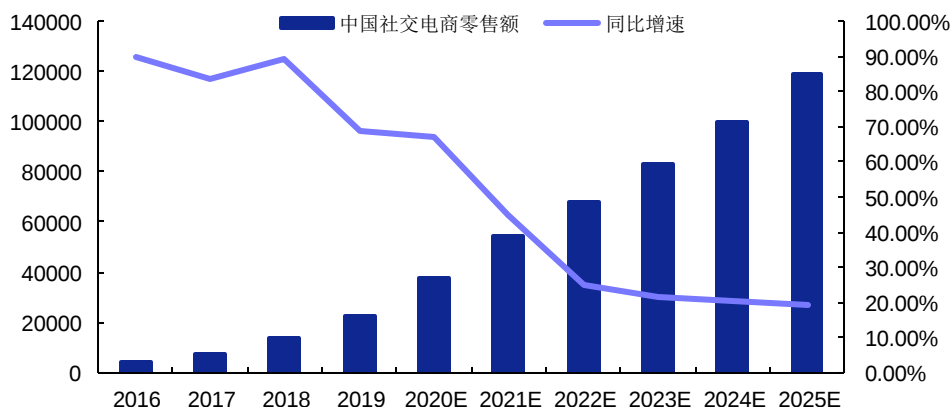
线上重转化、线下重体验的整合营销将为未来方向。疫情催化数字化营销转型步伐，未来广告营销投放会持续加大线上投入，尤其是电商平台站外渠道。线下渠道未来不会被线上渠道取代，而是作为消费体验的入口以及品牌宣传的载体，逐渐形成线上加线下的闭环。2020年初的疫情让电商直播市场迎来全面增长，超头部主播突破圈层迈向偶像化，引导成交消费高，叠加明星直通直播间效应，带货效果更好。

表 2：中国个人护理品牌营销现状

消费圈层	大众品牌	高端品牌
线上投放渠道	- 多数主流大众品牌线上渠道广告投放占比逐年递增，且已经超过线下投放 - 未来线上依然是主要的广告投放渠道，并且预算会进一步增加	- 高端品牌均为国际主导，近两年已开始逐步加大线上广告投放比例 - 疫情期间部分高端品牌线上广告投放比例首次超过线下 - 未来高端品牌会进一步加大线上投放占比
线下投放渠道	- 传统的国内外大众品牌随着营销线上化转移，未来会进一步压缩线下广告投放比例 - 新锐国货品牌，诸如花西子、完美日记均开始打造线下实体店，形成线上线下闭环，未来会定向增加线下门店引流广告预算	- 由于消费者对高端产品线下体验的诉求以及品牌形象的宣传，高端品牌线下渠道依然是未来的重要发力点 - 未来线上和线下渠道占比趋于均衡，呈现 1:1 的态势

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

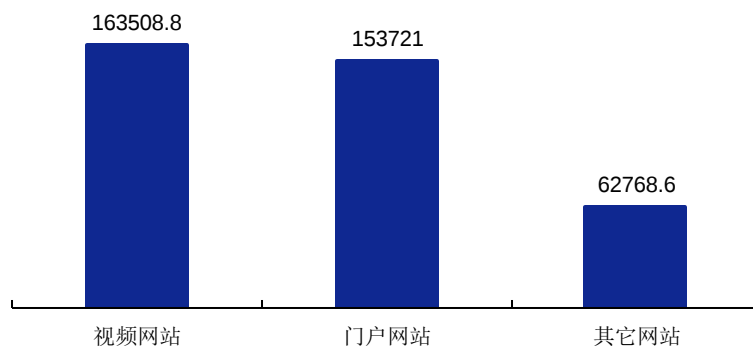
图 23：中国社交电商零售额（亿）及同比增速（%）



资料来源：CIC，安信证券研究中心

品牌营销趋向于内容更丰富、形式更直观的视频网站，以短视频/直播为载体打造差异化的方案。美妆护肤类受欢迎的视频内容主要有以下几类：创意视频、开箱测评、好物种草、产品测评、内容植入等，围绕平台 KOL/红人粉丝圈层用户需求特征，精准定位营销方案，营造品牌声量，打造特色产品。

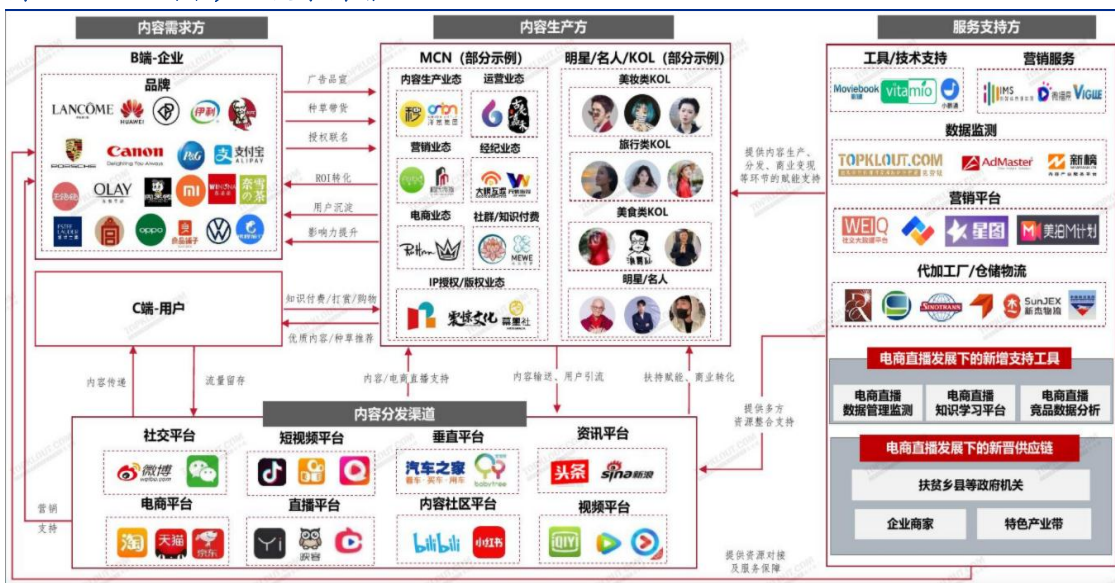
图 24：2019 年中国美妆护肤行业互联网广告投入指数（万）



资料来源：AdTracker 多平台网络广告监测数据库，安信证券研究中心

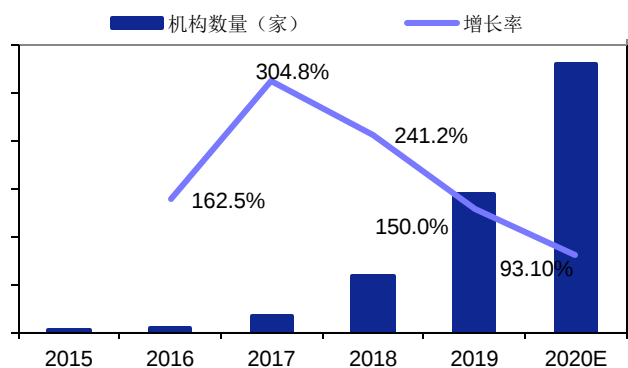
中国 MCN 产业自 2017 年出现 MCN 机构数量增加，内容产业入局者越来越多，头部 MCN 机构有无忧传媒、门牙视频、如涵控股和古麦嘉禾等。艾媒咨询数据显示，2016、2017、2018 和 2019 年中国 MCN 行业融资金额分别为 165 亿元、136 亿元、79 亿元和 35 亿元，金额下降的主要原因是 MCN 机构变现效益显现，变现能力增强，使融资金额和融资机会逐渐减少。2021 年初淘宝首发虚拟主播天团，体现了商家形象加速虚拟化的趋势。

图 25：2020 内容产业关系图谱



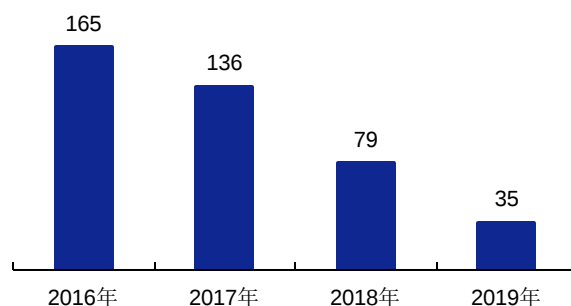
资料来源：克劳锐指数研究所

图 26：2017-2020 中国 MCN 机构数量（家）



资料来源：克劳锐指数研究院

图 27：2016-2019 年中国 MCN 行业融资金额（亿元）



资料来源：艾媒数据

图 28：2021 淘宝年货节功夫主播 108 将



资料来源：淘宝直播官方微博安信证券研究中心

从一级市场可以看出，短视频 MCN 似乎已成为各路资本追逐的对象。2021 年 1 月有报道称拥有头部美妆达人骆王宇的短视频 MCN 机构“白兔视频”获近亿元 A+轮融资。2020 年 12 月底，百度投资了短视频 mcn 机构牧云文化，双方已达成首批 4 位头部创作者的独家签约。而阿里影业旗下很早便开始布局泛娱乐内容营销 MCN 公司淘秀光影，以“短视频+直播”两大板块为核心，腾讯也早已投资青藤文化、大鹅文化等机构。

图 29：淘秀光影



资料来源：公开信息，安信证券研究中心

图 30：大鹅文化



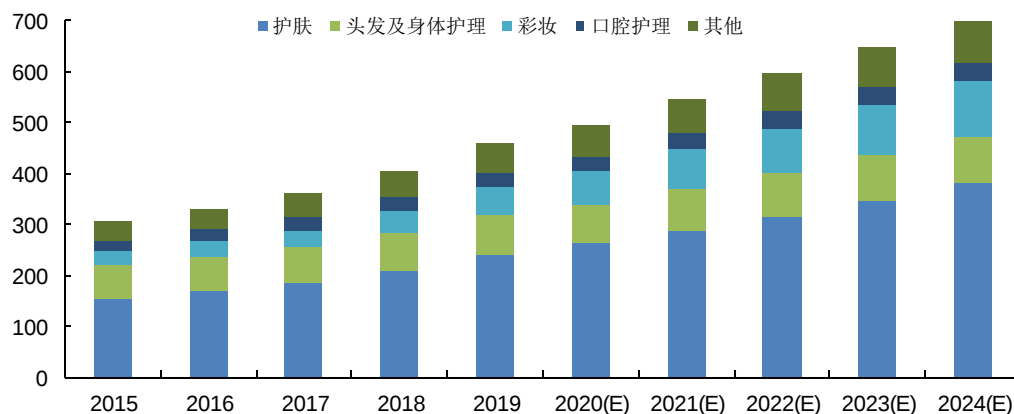
资料来源：公开信息，安信证券研究中心

2. 行业概览：中国个护产品消费占全球市场比例上升

2.1. 市场概况：市场规模突破 4500 亿元，中长期发展潜力居高不下

个人护理行业虽在疫情期间受到一定影响，但市场中长期发展潜力高。根据灼识咨询数据，2019 年中国个人护理市场规模增长至人民币 4587 亿元，远超 2015 年的 3058 亿元，复合年增长率 10.7%，并预计增长至 2024 年的 7014 亿元，复合年增长率 8.9%。在新冠肺炎疫情的严重冲击下，国家统计局数据表明，2020 年化妆品类仍然实现 9.5% 的增长。

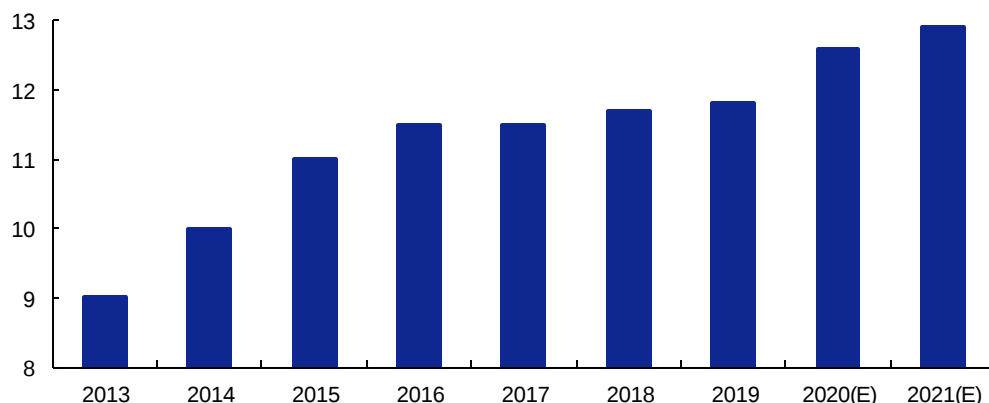
图 31：中国个人护理市场规模及预测（人民币十亿元）



资料来源：灼识数据，安信证券研究中心

我国个人护理品消费在全球市场规模中的占比整体呈上升趋势。2011 年起，我国在全球市场的份额超过日本成为全球第二大化妆品市场。艾媒咨询数据，中国个人护理消费在全球市场中的占比增加，从 2013 年的 9% 上涨至 2019 年的 11.8%，并预测将在 2021 年达到 12.9%。国产新兴品牌如逸仙电商旗下完美日记、小奥丁，率先抢占国内下沉市场。

图 32：2012-2021 年中国个人护理消费占全球市场规模及预测 (%)

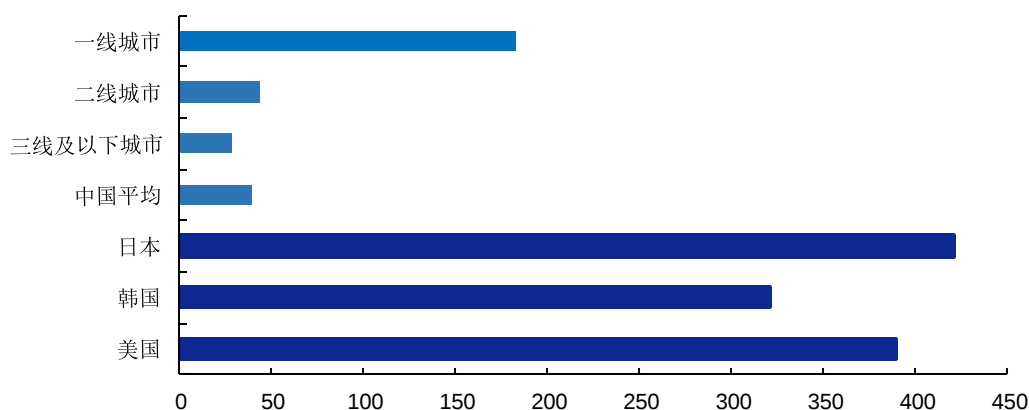


资料来源：艾媒数据，安信证券研究中心

2.2. 细分市场现状：个护细分赛道均存在进一步增长空间

相较于发达国家，我国人均个人护理消费量还有明显差距，上浮空间大。以彩妆市场为例，中国 2019 年人均彩妆产品消费金额约为 39 元，日本、韩国、美国分别为 421 元、321 元和 390 元。中国彩妆消费者年轻化、低线化特征显著，Euromonitor 数据表明中国的彩妆市场尤其是二、三线以下城市与欧美市场相比，渗透率仍有提升空间。

图 33：各国人均彩妆产品消费金额



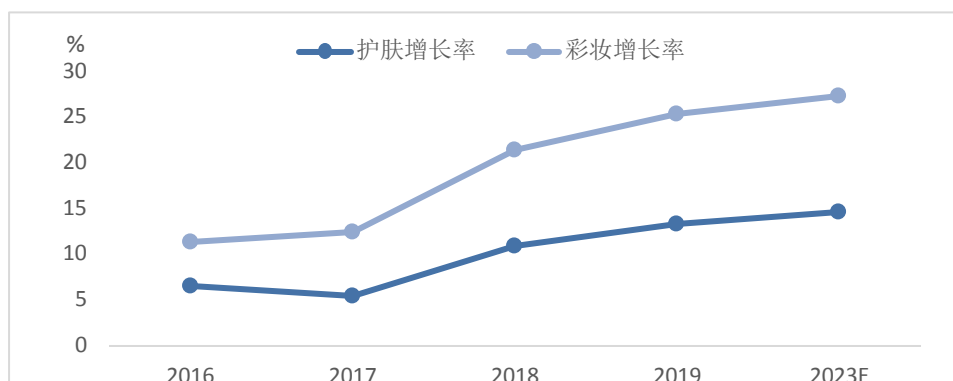
资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

2.2.1. “护肤”、“彩妆”产品前景广阔，增长空间大

个人护理市场消费中护肤品消费占大半，彩妆市场潜力较大。疫情驱动下出现了“口罩脸”、“口罩妆”等热点，还有越来越受关注的护肤成分、宅家也能美容的黑科技等。居家期间培养的护肤观念在后疫情时期使市场变热，“口罩妆”的兴起带动了眼部美妆产品的销量，“口罩脸”问题让抗痘、抗过敏的养肤修护面部精华受到普遍欢迎。根据 Euromonitor 数据，2016 年到 2019 年，护肤品消费占个人护理消费比例从 50.6%增至 52.4%，增长率从 6.6%升至 13.3%并预计在 2023 年达到 14.7%。彩妆消费占个人护理消费比例从 2016 年的 8.3%涨至

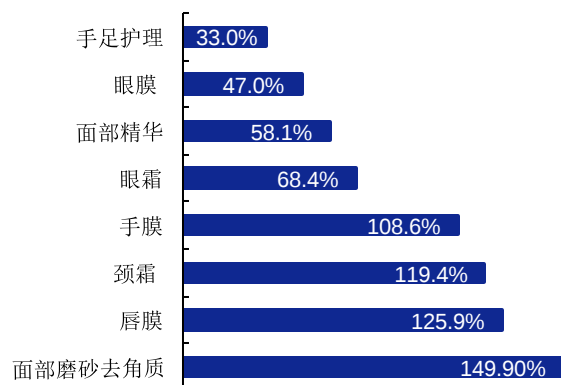
2019 年的 12%，增长率从 11.4% 增长到 25.3% 并预计在 2023 年实现 27.4%。目前国货护肤品牌绝大多数分布在中高端、大众化梯度，部分品牌开始进军“抗衰”高端市场。

图 34：2016-2023 年中国美妆护肤市场增长率（%）



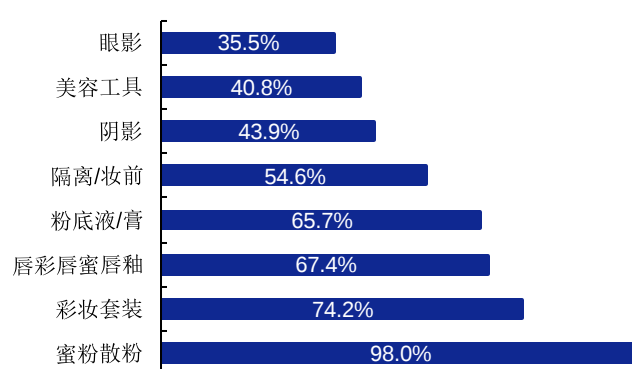
资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

图 35：2019 年中国护肤品年成交额环比增幅部分列举



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

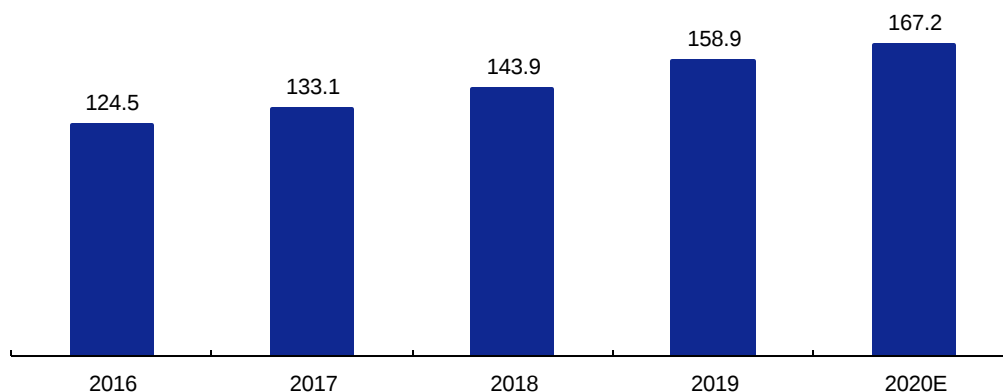
图 36：2019 年中国美妆品年成交额环比增幅部分列举



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

男性颜值经济觉醒，未来市场或可期。艾媒咨询数据显示，2019 年中国男性美容零售规模达 158.9 亿元。目前男性对于自身颜值提升的意识不断增强，个护消费者需求圈层化明显，成分与功效、性价比和品牌保障是最关注的三大因素，推动了护肤品及彩妆品类多元化、精细化的发展趋势。

图 37：2016-2020 年中国男性美容零售规模及预测（亿元）



资料来源：艾媒数据，安信证券研究中心

国产彩妆龙头企业借助更早进入线上渠道的优势，享受个护渗透率在低线城市提升过程中的

红利。根据德勤研究与分析数据，自 2019 年起，以完美日记、毛戈平、花西子等为代表的新兴国产品牌表现良好，2017 年、2018 年、2019 年国产品牌在天猫平台彩妆 GMV 占比分别为 63%、62%、61%，远超海外彩妆品牌。创立于 2016 年的逸仙电商凭借迎合大众彩妆市场的完美日记、聚焦于年轻女性的小奥汀领导国货彩妆潮流。

表 3：天猫平台彩妆 GMV 占比

GMV 占比	2017	2018	2019
国产品牌	63%	62%	61%
海外品牌	37%	38%	39%

资料来源：德勤大数据研究院，安信证券研究中心

图 38：逸仙电商旗下完美日记天猫旗舰店



资料来源：安信证券研究中心

图 39：逸仙电商旗下小奥汀天猫旗舰店

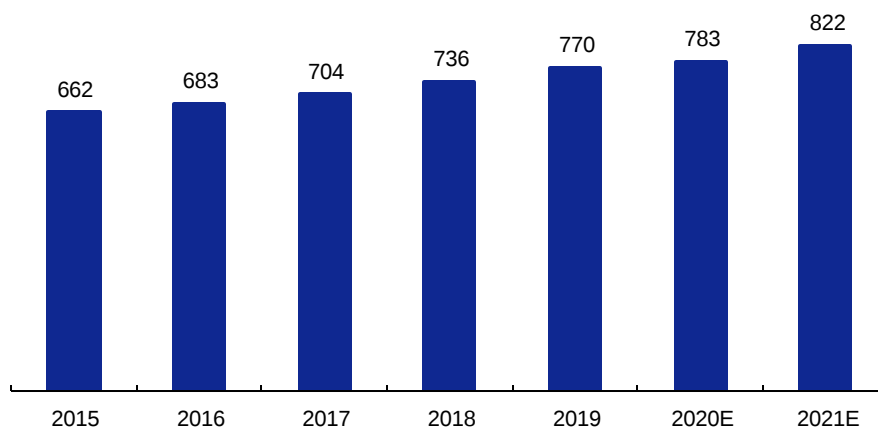


资料来源：安信证券研究中心

2.2.2. 头发及身体护理产业规模不断扩大，中高端产品需求旺盛

“颜值经济”的兴起，个护消费者追逐从头到脚的精致细节。根据中商产业研究院数据，中国头发和身体护理市场零售额从 2015 年的 662 亿元上升到 2019 年 770 亿元，并将于 2021 年达到 822 亿元。

图 40：2015-2021 年中国个人护理—头发及身体护理市场规模统计及预测（亿元）

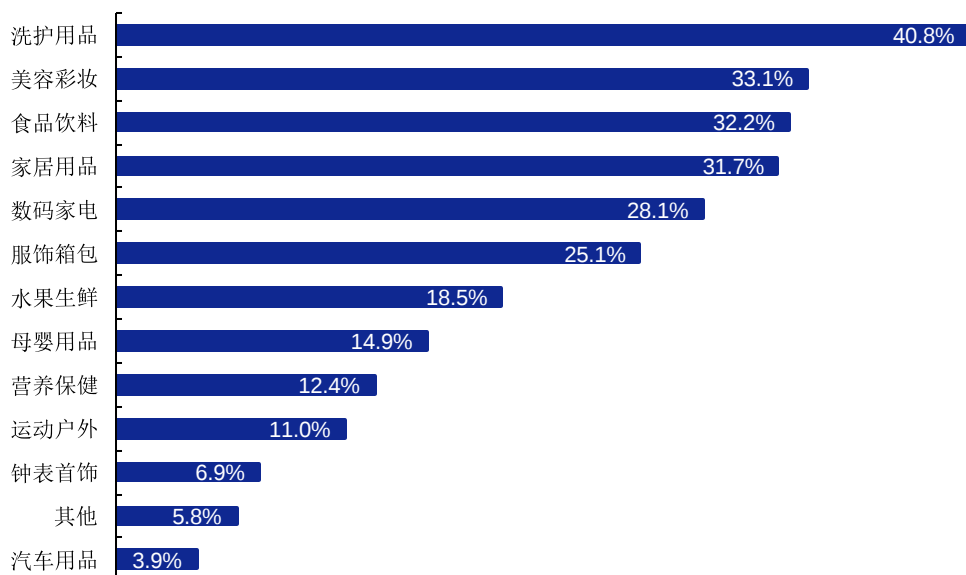


资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

消费者对中高端头发与身体护理产品的需求旺盛。头发护理产品的消费需求主要集中在防脱

生发和香氛洗护两个方向，而身体护理消费者更关注颈部去皱和手足保湿去角质的功效性产品。电子商务的普及催生“宅经济”，带动新型消费模式加快发展，艾媒咨询数据显示，中国网民网购的商品类别中，洗护用品的购买比例最高达到了40.8%。国产新锐品牌如阿道夫，利用卫视综艺冠名，宣传产品功能效果，借助流量红利，扩大品牌影响力。

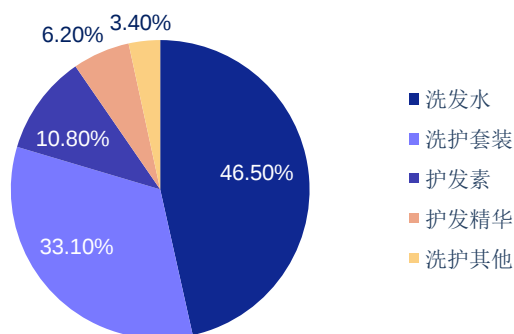
图 41：2019 年中国网络商品销售比例分布（%）



资料来源：艾媒数据，安信证券研究中心

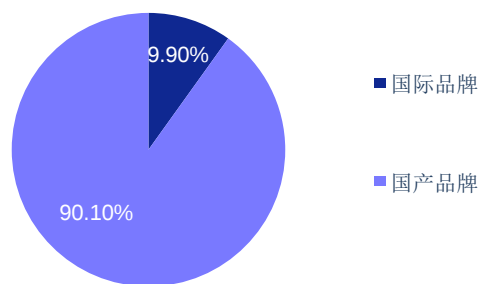
以“香氛洗发”和“防脱养护”为卖点的产品，销售量增速较高。头发护理市场中洗发水依然是核心的品类，根据艾瑞数据：2017-2018 年洗发水在整体头发护理中的销售份额均在 46% 以上。2018 年香氛洗发水销售额同比增长 26.7%，增幅高于线上洗发水以及线上洗护发整体。“香氛洗发”和“防脱养护”有望成为头发个护市场新的机会点。消费者对国产品牌丹姿维丽和滋源的“香氛洗发水”整体喜爱度较高，在防脱方向对阿道夫的品牌认知度更好。

图 42：2018 年中国洗护发产品线上销售份额（%）



资料来源：EcTracker 网购市场监测数据库，安信证券研究中心

图 43：2018 年中国香氛洗发水线上市场品牌份额（%）

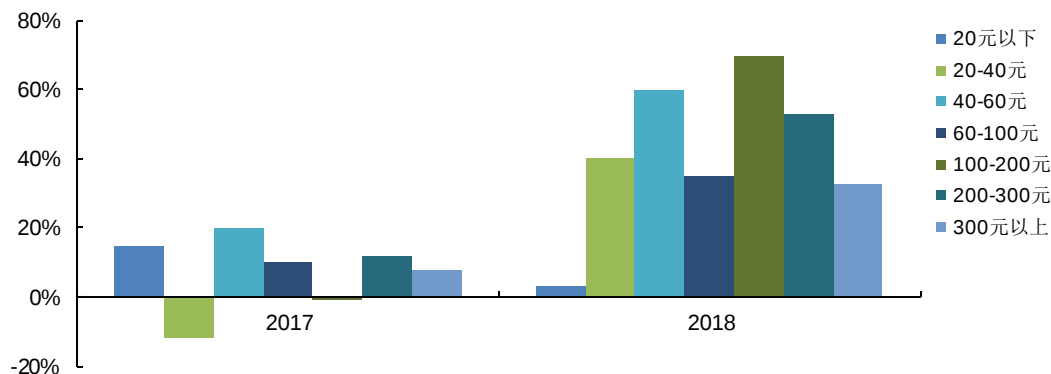


资料来源：EcTracker 网购市场监测数据库，安信证券研究中心

身体护理品类发展迅速，中档价位国产品牌表现最佳。目前线上身体护理产品中，产地中国的产品销售额占比超过五成，其中新锐线和大众线的产品占比超过六成。从价位段分布看，大众（20 元以下和 20-40 元）和中档（40-60，60-100 和 100-200 元）贡献了九成左右的销售额，中档价格段的增速领先于高档和大众价位段。目前身体护理品类消费者女性超过男性，年龄集中在 85 后、90

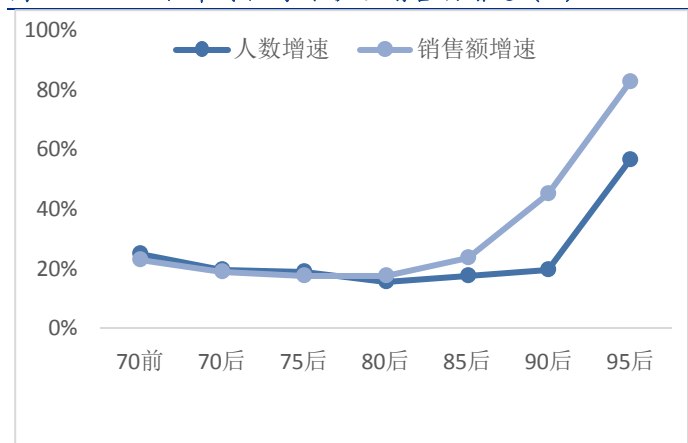
后和 95 后，二线和三线城市贡献了接近六成的销售额，上线城市（一线，二线和三线）的销售额增速卓越。

图 44：2017-2018 各价位身体护理销售额同比增速 (%)



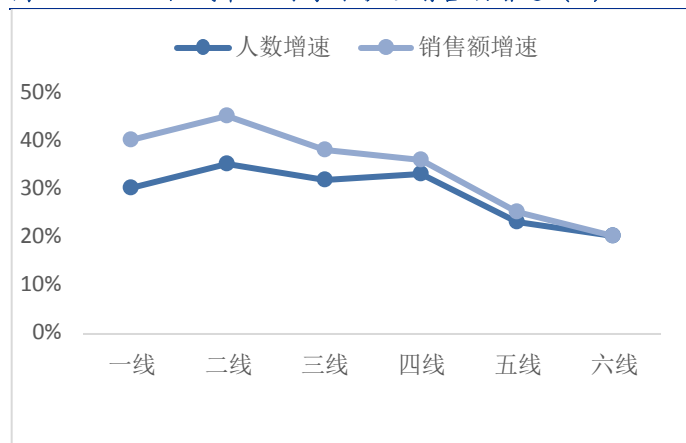
资料来源：CBNData 调研数据，安信证券研究中心

图 45：2018 各年龄段身体护理销售额增速 (%)



资料来源：CBNData 调研数据，安信证券研究中心

图 46：2018 各城市级别身体护理销售额增速 (%)



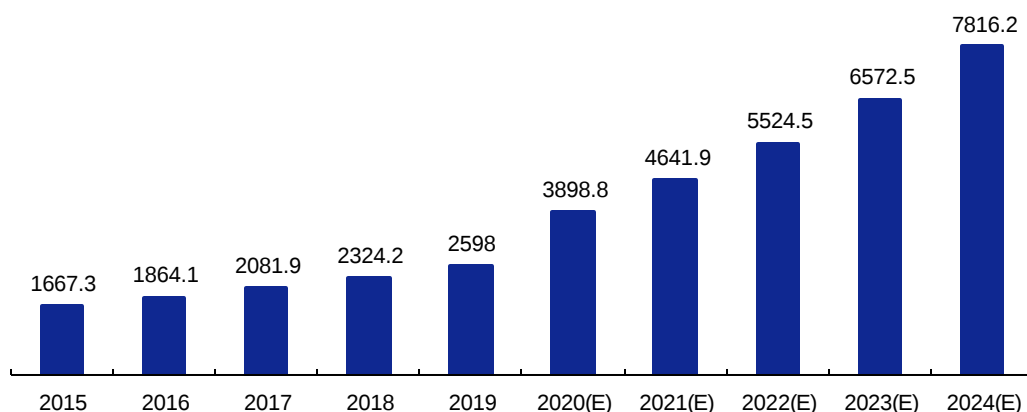
资料来源：CBNData 调研数据，安信证券研究中心

2.2.3. 消毒除菌深入人心，个人清洁护理市场前景广阔

受疫情影响，消费者自我清洁意识提高，洗手液大有替代香皂市场的可能。新型冠状病毒的提升了消费者个人卫生意识，更推动了消费者对于消毒清洁产品的购买量，尤其是洗手液。据弗若斯特沙利文统计调研数据，2015 年到 2019 年，我国洗手液市场零售总额持续增长，增长至 27.21 亿元，年均复合增长率为 11%，并预计于 2021 年达到 46 亿元。

从产品品类上看，免洗洗手液在抑菌效果上优于传统洗手液，预计未来市场将进一步扩大。从销售途径上看，线上渠道是洗手液销售的主要增长渠道。2015 年在线销售渠道占中国洗手液行业的总零售额的比例为 13.8%，到 2019 年该比例上升至 25.0%，复合年增长率 29.7%；并预计在 2024 年将达到 38.4%，在线零售额复合年增长率 35.8%。在各级市场分布中，各线城市市场增长迅速，低线城市潜力最大。2015 年至 2019 年间，一线、二线及低线城市洗手液产品的零售额复合年增长率分别为 7.1%、9.1%及 15.4%，预计至 2024 年趋势将持续增长。

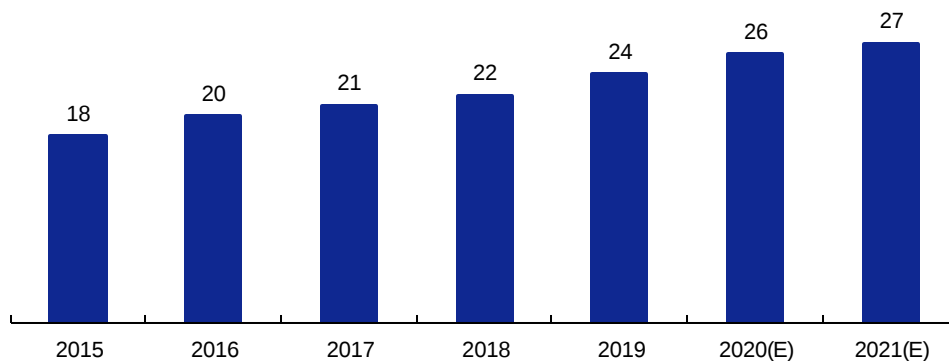
图 47：2015-2021 年中国个人护理—洗手液市场规模统计及预测（百万元）



资料来源：灼识数据，安信证券研究中心

花露水包装升级，并推广新功效性产品，带动青年消费者的购物欲，市场消费额有上升空间。根据中商产业研究院数据，中国花露水市场零售额从 2015 年的人民币 18 亿元上升至 2019 年的人民币 24 亿元，并预计将于 2024 年达到人民币 31 亿元。花露水产业当下的两大趋势分别为：（1）产品包装升级，由传统的玻璃瓶包装向喷雾包装转型。（2）细分功能性产品研发，如具备护肤、提神、抑制汗味等功效的产品。国产企业应顺应趋势，为用户提供更便捷的体验，促使更多年轻人消费。

图 48：2015-2021 年中国个人护理—花露水市场规模统计及预测（亿元）



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

2.3. 一级市场：国货彩妆投融资事件多，头部品牌小众品牌齐飞

头部品牌在资本的推动下，小众品牌逐渐崭露头角。近年来一级市场的国货彩妆投融资事件较多，国货彩妆的发展走上快车道。其中橘朵在 2 年间完成 4 轮融资；珂拉琪母公司美尚股份不到半年完成 2 轮融资；GirlCult 和 HEDONE 也在近 3 年间各完成 2 轮融资，表现亮眼。

表 4：2019-2021.3 彩妆个护重点投融资及并购事件

企业	企业定位	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
WOW COLOUR	一站式美妆个护	2021 年 3 月	A 轮	5 亿元	创新工场领投, IDG 资本、瑞橡资本、浙民投
溪木源	天然护肤	2021 年 1 月	B 轮	千万美元	Coatue 资本、某美元基金、弘毅创投
言安堂	美妆护肤	2021 年 1 月	A 轮	数千万元	未透露
花知晓	少女彩妆	2020 年 12 月	Pre-A 轮	数千万元	天图投资
唐美智和	美妆品牌一站式托管孵化平台	2020 年 11 月	A 轮	千万级	蓝鹰基金
完美日记	大众彩妆	2020 年 9 月	战略融资	1.4 亿美元	华平投资、凯雷投资集团、正心谷创新资本等
溪木源	天然护肤	2020 年 7 月	A 轮	数千万元	Coatue 资本、雪湖资本、真格基金、弘毅基金
橘朵	平替彩妆	2020 年 7 月	股权融资	未披露	昆裕润源资产
溪木源	天然护肤	2020 年 5 月	Pre-A 轮	数千万元	弘毅投资、真格基金
珂拉琪母公司美尚股份	潮酷彩妆	2020 年 4 月	A 轮	近 2 亿元	红星美凯龙、创新工场、微光创投、易凯资本
完美日记	大众彩妆	2020 年 4 月	战略融资	1 亿美元	Tiger Global Management、厚朴资本、博裕资本
牌技	国风主题彩妆	2020 年 3 月	Pre-A 轮	千万元	梅花创投
Girlcult	风格化国潮彩妆	2019 年 12 月	A 轮	数千万元	IDG 资本
珂拉琪母公司美尚股份	潮酷彩妆	2019 年 12 月	天使轮	未披露	Sequoia Capital、京东集团
溪木源	天然护肤	2019 年 11 月	种子+轮	数千万元	真格基金
HEDONE	快时尚美妆	2019 年 11 月	B 轮	未披露	辰海资本
完美日记	大众彩妆	2019 年 9 月	战略融资	未披露	高领资本、CMC 资本
橘朵	平替彩妆	2019 年 9 月	股权融资	未披露	软银亚洲
溪木源	天然护肤	2019 年 8 月	种子轮	数千万元	真格基金
溪木源	天然护肤	2019 年 8 月	天使轮	数百万元	未透露
彩棠	专为中国面孔定制的彩妆	2019 年 5 月	战略融资	未披露	珀莱雅、熊客文化发展(上海)中心(有限合伙)
小奥汀	潮玩彩妆	2019 年 4 月	收购	未披露	完美日记

资料来源：天眼查，安信证券研究中心

护肤及美妆集团积极布局国货彩妆，以扩充品牌矩阵。2020 年完美日记收购了法国高端美妆品牌 Galénic 以扩展护肤版图，2019 年还收购眼线笔、睫毛膏优势品牌小奥汀；同年珀莱雅通过战略投资将 2014 年创立的彩棠纳入旗下；2018 年丹姿集团通过全资收购老牌国货彩妆品牌色彩地带进军彩妆市场。随着竞争和品牌分化日益加剧，品牌间的并购不可避免。

表 5：2017-2018 彩妆个护重点投融资及并购事件

企业	企业定位	融资时间	融资轮次	融资金额	投资方
GirlCult	风格化国潮彩妆	2018 年 12 月	天使轮	数百万元	青松基金
橘朵	平替彩妆	2018 年 8 月	天使轮	未披露	顺为资本
橘朵	平替彩妆	2018 年 6 月	种子轮	未披露	新宜资本
完美日记	大众彩妆	2018 年 5 月	A 轮	未披露	高榕资本
彩色地点	大众彩妆	2018 年 3 月	收购	500 万元	丹姿集团
玩美	美妆社区	2017 年 10 月	A 轮	2500 万美元	创世伙伴资本、元大亚洲投资、美国 Extol Capital、讯连科技
HEDONE	快时尚美妆	2017 年 9 月	A 轮	未披露	澎湃资本
彩棠	专为中国面孔定制的彩妆	2017 年 2 月	战略融资	未披露	韩都衣舍

资料来源：亿欧智库，安信证券研究中心

3. 重点投资标的梳理：

3.1. 新三板建议关注的个人护理公司

3.1.1. 新三板个人护理行业公司情况一览

新三板个护行业公司中，净利润超过 2000 万的有三家，伊斯佳以 3217.11 万元高居榜首，诚享东方、芭薇股份分居第二和第三。年营收超过 2 亿元的有 3 家，超过 1 亿元的有 8 家。其中欧佩股份营业收入最高，金额为 3.13 亿元，兰亭科技以 2.99 亿元紧随其后，芭薇股份以 2.32 亿元位居第三。营收同比增速最高的为诚享东方，高达 35.31%；伊斯佳表现亮眼，以 23.32% 的增速获得第二；兰亭科技凭借 22.94% 增速成为第三。

表 6：新三板个人护理行业公司基本情况一览

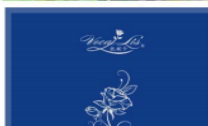
证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)	营收同比增速 (%)	净利润 (万元)	净利润同比增速 (%)
838858.OC	伊斯佳	1.87	23.32	3217.11	102.38
872039.OC	诚享东方	1.23	35.31	3052.92	66.05
837023.OC	芭薇股份	2.32	0.68	2084.99	-2.16
836831.OC	蜜思肤	1.23	14.07	1964.07	30.49
834462.OC	欧佩股份	3.13	-1.53	1487.74	15.5
831118.OC	兰亭科技	2.99	22.94	1361.8	7.91
837410.OC	美爱斯	1.12	9.62	1327.38	4.05
831049.OC	赛莱拉	1.87	10.7	1154.17	-60.19
871950.OC	娜其尔	1	-6.4	856.67	141.4
838467.OC	碧佳实业	1.12	-3.05	421.84	47.61
830929.OC	幸美股份	1.54	-23	-643.28	81.66

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.1.2. 伊斯佳 838858：专注于美容护肤领域的抗衰老生命科技

珠海伊斯佳科技股份有限公司是一家基于生物技术和数据驱动的科技型企业。以抗衰老生命科技赋能，专业从事面部护肤、头疗发疗、织物护理、消杀用品的研发、生产和销售，提供 CNAS 认可的精准美容、私人定制产品和服务。公司以差异化品牌定位服务于不同消费人群，借助研发创新、品牌创新，持续不断地为客户提供优质的产品与服务，目前已成为国内专业线化妆品行业的“领头羊”。

表 7：伊斯佳产品列表

类别	品种	功效	产品图片
护发类	洗发露	滋养毛囊、滋润头皮、控制 头皮皮脂分泌、平衡酸碱 度、调节油脂分泌等功效	
	护发素	滋润发茎、修复发丝	
	精华液	给予毛囊营养，平衡头皮油，巩固发根	
	原汁	改善头发生长环境、活化毛囊、保持头皮水分	
	精油	环节头部疲劳和头疼、清洁头皮、平衡头皮酸碱度	
眼部类	原液	促进眼部循环、补给眼周围水分、淡化及分解眼周围色素、缓解眼部疲劳	
	眼膜		
	泥膜		
	眼乳霜		
面部类	面膜	增加面部肌肤水分含量、减少面部水分流失、提升肌肤紧致度	
	原液		
	原乳		

身体类	蛋白肽	缓解皮肤干燥、抗氧化	
	原浆		
	护妍液	适度修复外层皮脂膜、提升肌肤细胞水分	
	防晒隔离霜	抵御紫外线对皮肤影响	

资料来源：伊斯佳公开转让说明书，安信证券研究中心

公司总部位于珠海，建成南屏、连湾、平东三大科研生产基地，共计约 10 万 m²三大基地各配有 10 万级、30 万级 GMP 生产车间，专研科技创新，专注抗衰生命科技，在面部及头皮头发领域均有前沿突出的技术创新和成果。逦肌实验室拥有多名博士硕士组成的科研团队，设有 1000 多平米的技术工程研究所，含实验室、功效评价室、智能定制实验室、检验室（理化、微生物）等，研发设备原值过千万。先后获得国家高新技术企业、国家化妆品个性化定制智能生产项目示范基地、广东省博士工作站、CANS 认证等称号。拥有超过 70 项发明专利，并参与多项国际、国家及行业标准的制定。运用严谨、科学、先进的检测设备、方法和团队，藉由全自动化智能制造，铸造一人一单一方的私定领先地位。

图 49：伊斯佳股份 — 2014 年连湾生产基地



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 50：伊斯佳股份 — 2017 年平东生产基地



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 51: 伊斯佳股份—2002 年南屏科技园



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 52: 伊斯佳股份实验室



资料来源: 中国财经时报网, 安信证券研究中心

2020 年上半年, 伊斯佳获得授权发明专利 3 项, 实用新型专利 1 项, 发表省级文献 5 篇, 软件著作权 2 项。2020 年 7 月伊斯佳凭借《基于“工业互联网”实现大规模化妆品个性化智能定制》的案例获得了珠海市工业互联网协会授予的“2019 年度珠海市工业互联网优秀应用案例奖”。

图 53: 伊斯佳专利证书



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

图 54: 伊斯佳获奖证书



资料来源: 公司年报, 安信证券研究中心

伊斯佳收入主要来源于 2B 业务和 2C 业务, 其中 2B 业务含自主品牌营运与 ODM 业务。营运主要推广渠道: 美容院、专营店、电商、异业联盟、私人定制体验店。目前已建成了覆盖全国 28 省市, 通过加盟美容院为消费者提供优质的产品和服务。ODM 主要渠道构建包括: 精品连锁、药业连锁、电商、微商等, 合作伙伴为各渠道的佼佼者, 如: 小米有品、网易严选、名创优品、植物医生、御泥坊、阿芙精油、曼德琳等。以“精致洗浴”理念为主导的 ODM 创新服务主要是提供一站式全程配套增值服务, 包括产品规划、产品设计、配方研发、包材原料采购、产品灌装、产品送检等全过程。2C 业务主要通过小米、有赞外部平台; 伊品惠、达人秀自主平台直接打通消费终端, 完成与顾客的互动及交易。

表 8: 伊斯佳财务数据

	2020 年中报	2019 年年报	2018 年年报
营业收入(百万元)	167	187.22	151.81
营业收入增长率(%)	-11%	23.32	25.56
每股收益-基本(元)	0.55	0.83	0.41
归属母公司股东的净利润(百万元)	21.41	32.17	15.89
销售毛利率(%)	44.24	47.88	44.25
销售净利率(%)	12.86	17.18	10.47

资料来源: Choice, 安信证券研究中心

3.1.3. 诺斯贝尔：化妆品 ODM 龙头，连续业绩高增长

2020 年 5 月，青松股份(300132.SH) 审议通过了《关于收购控股子公司 10%股份暨关联交易的议案》，表示青松股份及其子公司以 28.6 亿元的价格完全收购诺斯贝尔(原新三板企业，835320)。诺斯贝尔于 2019 年 5 月开始纳入青松股份合并报表，2019 年 5-12 月实现营业收入 16.04 亿元，营业利润 2.48 亿元，毛利率 26.99%；2019 年诺斯贝尔实现净利润为 2.53 亿元，2018-2019 年累计完成承诺业绩 4.53 亿元，超过收购时所承诺的 4.4 亿元。

诺斯贝尔：化妆品 ODM 龙头，连续五年业绩高增长。诺斯贝尔是一家集面膜、护肤品、湿巾及无纺布制品生产销售于一体的专业化妆品生产企业。是国内首家将无纺布及日用化工技术结合起来进行生产及拥有超过十年信誉的知名化妆品 ODM 研发生产企业。公司目前主要产品分为三大系列：面膜、护肤系列和湿巾系列。公司的主要客户包括屈臣氏、全球家用清洁用品公司利洁时等国内外知名企业，已与多家全球知名原料供应商结成长期合作关系，共同分享最先进的原料科研成果。

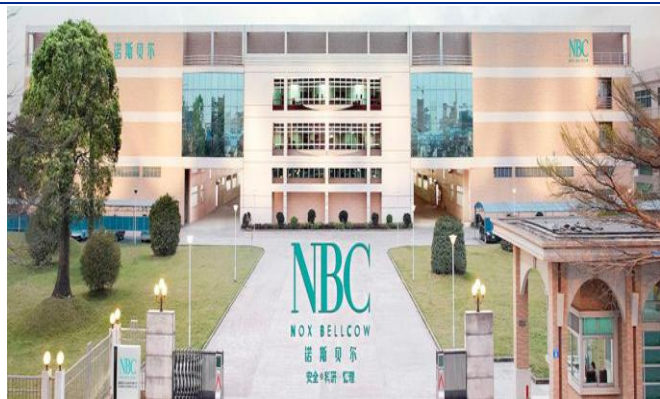
表 9：诺斯贝尔产品列表

产品系列	产品类别	产品名称	主要功能
面膜系列	面膜	天丝面膜	补充面部皮肤营养及水分，保湿，紧致，亮白等
		水凝胶面膜	
		无纺布面膜	
		其它面膜	
护肤系列	护肤类产品	爽肤水，护肤乳液及霜膏	补充面部肌肤营养及水分，紧致皮肤，保湿
	洁肤类产品	洁面泡沫和洁面乳	清洁面部灰尘及油脂
	特殊护理类产品	如手霜，足霜	补水保湿，防止手足皮肤皸裂
湿巾系列	湿巾	清洁消毒湿巾	清洁皮肤上附着的污垢及细菌
		婴儿湿巾	针对婴儿娇嫩肤质温和清洁，抑菌，滋润护理
		美容湿巾	清洁皮肤上附着的彩妆，污垢等；滋润保湿
		医疗湿巾	快速杀菌，清除污垢，消毒
		其他湿巾	清洁马桶，皮革，厨房用品，玻璃等家具用品

资料来源：亿欧智库，安信证券研究中心

诺斯贝尔拥有 1000 平米的专属研发中心，专业的护肤品研发团队及无纺布研发团队，

图 55：诺斯贝尔研发中心



资料来源：诺斯贝尔官网，安信证券研究中心

图 56：诺斯贝尔研发团队



资料来源：品牌之家，安信证券研究中心

表 10：诺斯贝尔财务数据

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	741.49	1003.11	1103.42	1191.69	1287.03
净利润（百万元）	84.21	138.22	157.5	171.7	186.22
毛利率(%)	32	32.8	32.3	32.3	32.3
净利率(%)	11.4	13.8	14.3	14.4	14.5
ROE	25.70%	35.8	28.8	22.5	19.8
EPS(元)	0.48	0.78	0.89	0.97	1.06

资料来源：Choice，安信证券研究中心

3.2. 国货彩妆个护二级市场现状：A 股上市的个护产业链公司数量少

3.2.1. A 股个人护理行业公司基本情况

A 股上市的个护相关公司主要以护肤产品为主要业务，还没有彩妆为主要业务的公司上市。珀莱雅、丸美股份、上美集团和御家汇是目前 A 股上市的主营护肤产品的公司，这些公有自建、收购或代理的彩妆品牌，营收贡献率低，目前还没有以彩妆为主的公司 A 股上市。

表 11：拟上市标的梳理

公司名称	上市动态	子行业	业务	2019 营收 (亿元)	2019 归母净利 (亿元)
贝泰妮	2020/10/30 上会通过	品牌商	功能性护肤品	19.44	4.12
嘉亨家化	2020/10/30 上会通过	原料商	塑料包装容器生产、日化产品 OEM/ODM	7.86	0.65
华恒生物	2020/11/17 上会通过	原料商	丙氨酸、熊果苷等原料	4.91	1.26
凯淳股份	2020/11/24 上会通过	服务商	代运营	7.70	0.67
创尔生物	2020/12/17 上会通过	品牌商	胶原蛋白敷料	3.03	0.73
新渝新材	2020/12/23 上会通过	原料商	芳香族酮类原料	2.92	0.74
毛戈平	2017/9/11 更新招股书	品牌商	中高端彩妆	3.43*	0.53*
优趣汇	2020/7/1 更新招股书	服务商	代运营	27.82	-0.85
湖南丽臣	2020/9/18 更新招股书	原料商	表面活性剂、洗涤用品	19.93	1.31
青木股份	2020/11/05 申报	服务商	代运营	3.61	0.44
南讯股份	2020/11/17 更新招股书	服务商	电商 CRM 服务	2.43	0.46
洁雅股份	2020/11/27 更新招股书	生产商	湿巾制造	3.07	0.68
仙迪股份	2020/12/10 更新招股书	品牌商	大众护肤品	7.47	1.09

资料来源：公开信息，安信证券研究中心

3.3. 港股市场：朝云集团，中国领先的一站式清洁护理平台

朝云集团是中国领先的一站式家庭清洁护理平台。研发、生产及销售多款产品，涵盖家居清洁护理、个人清洁护理及宠物清洁护理三大品类。2017-2019 年公司的洗衣液、洗手液及浓缩洗衣液产品在其各自市场的市场份额均排名第一。但受到疫情影响，洗手液及消毒液产品需求大幅增长，带动了个人清洁护理产品及家居清洁护理产品两个品类的收入及毛利率的提升。销售网络覆盖全中国，包括多个线下及在线销售渠道。

图 57：朝云集团业务模式



资料来源：招股书，安信证券研究中心

针对不同方面的消费者需求及特定的消费者群体，朝云集团主要涉及七个核心品牌，即威王、超威、贝贝健、西兰、润之素、倔强的尾巴及德是，及以下产品。

表 12：朝云集团产品列表

主要产品	产品单位规格	建议零售价范围（元）	样品图
润之素护手霜	40-75 克	5.0~9.9	
润之素香皂	100 克	4.2	
润之素 SOD 蜜	250 克-500 克	12.9~22.9	
润之素洗手液	60 毫升	24.9	
润之素免洗消毒凝露	60 毫升	24.9	
润之素洗发露	800 毫升	29.9~35.9	
润之素沐浴露	800 毫升	29.9~35.9	

			
润之素花露水系列	30 毫升-195 毫升	9.9-20.1	

资料来源：招股书，安信证券研究中心

2017-2019 年朝云集团收入分别为 13.46 亿元、13.50 亿元以及 13.83 亿元，其中 90%以上的收入均来自家居护理产品销售，毛利率近年有所提升，分别为 35.9%、37.2%及 43.4%，主因是线上销售及高利润率产品销售的增加。公司的收入及净利润复合增长率增长较为缓慢，股东净利润率分别为 12.6%、13.1%及 13.4%。个人护理和宠物护理作为朝云集团 2019 年开始启动的新业务，增长迅速，表现抢眼。

表 13：朝云财务数据

	2018	2019	2020
营业收入（百万元）	1350	1383	1703
毛利（百万元）	502	600	743
除税前利润	242	232	293
归母净利润（百万元）	177	185	223
毛利率(%)	37.2	43.4	43.6
归母净利率(%)	13.1	13.4	13.6

资料来源：wind，安信证券研究中心

3.4. 美股市场：逸仙电商，中国彩妆美股上市第一股

逸仙电商创立于 2016 年，旗下拥有完美日记、小奥汀、完子心选及 Galénic 四大彩妆及护肤品牌。凭借迎合大众彩妆市场的完美日记、聚焦于年轻女性的小奥汀、满足新生代消费者多元化需求的完子心选及专注处方级与病理性肌肤护理的 Galénic，快速成长为国货之光，领导国货彩妆潮流。通过 DTC 模式，逸仙电商深化用户互动、创新产品，为消费者提供个性化服务，实现了 2019 年中国彩妆零售额第五名、国货品牌第一名的傲人成绩，同时也是 2018-2019 年 TOP10 品牌中销售额同比增速最快（+326.6%yoy）的企业。

表 14：逸仙电商品牌列表

品牌名	类型	成立年份	品牌定位	代表产品	零售价格
完美日记	彩妆 护肤	2017.03	以定价迎合大众市场的彩妆为主	小细跟口红、金丝绒唇釉	20-200 元
小奥汀	彩妆	2019.06	引领潮流的高端和大众化彩妆	Bunny 彩妆联名系列、奶酪腮红	40-300 元
完子心选	彩妆 护肤	2020.06	满足新生代消费者多元化需求	神经酰胺修护系列、联名系列	50-250 元
Galénic	护肤	2020.1	专注于医生处方级与病理性肌肤护理的美妆品牌	Galénic 爽肤水	200-600 元

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 15：逸仙电商财务数据

	2018	2019	增长率
营业收入（百万元）	635	3031	377.3%
毛利（百万元）	403	1928	378.4%
毛利率(%)	63.5%	63.6%	0.2%
除税前利润	-36	147	
归母净利润（百万元）	-47	-45	

资料来源：wind，安信证券研究中心

逸仙电商以 Z 世代作为目标客户群，逐渐开拓年轻及更年长客户群体。逸仙电商通过 DTC 商业模式直面消费者以收集有关客户行为及偏好的数据，并凭借全渠道营销，深耕小红书、微信、微博、抖音、快手、B 站等平台，深度种草内容聚焦，通过 KOL 安利及明星效应带货，快速出圈，营造口碑宣传，制造热点。

图 58：逸仙电商 DTC 商业模式全景图



资料来源：《腾讯广告美妆行业解决方案》，安信证券研究中心

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

。本公司不会因

为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034