

美妆医美行业2022年投资策略

回归行业本质，深耕品牌力量

证券分析师：张峻豪

证券投资咨询执业资格证书编码 S0980517070001

电话：021-60933168 邮箱：zhangjh@guosen.com.cn

联系人：柳旭

电话：0755-81981311 邮箱：liuxu1@guosen.com.cn

2021-12-16

投资要点



■ 一、21年行业复盘：阶段性扰动不改长期增长趋势，企业间分化逐步显现

2021年化妆品零售额受多因素影响呈现前高后低走势，一方面，产品端在政策监管加码以及消费者需求变化下，进入功效时代，另一方面，渠道端在流量成上升及去中心趋势下，对企业碎片化投放运营能力要求提高；在此背景下，企业分化进一步加剧，板块行情也随基本面走势出现分化。医美行业整体仍保持了较高的需求景气度，产品端持续扩容，政策监管虽对市场情绪产生一定影响，但长期有望为行业良性发展打下基础。

■ 二、22年化妆品行业展望：深耕产品构筑差异化壁垒，龙头企业强者恒强

长期来看，我国化妆品市场发展空间仍巨大，但随着消费者的日益成熟和品牌端的竞争加剧，未来我国美妆行业将逐步从渠道红利驱动进入产品驱动阶段，注重产品深度创新升级构筑长期差异化壁垒；而在营销投放上一方面需要强化精细化和碎片化的运营能力，同时需要平衡促销推广和品牌宣传实现长期品牌资产的沉淀和维护；此外，关注龙头企业完善成熟品牌运营方法论基础上，积极赋能孵化打造多品牌矩阵实现新的增长驱动。

■ 三、22年医美行业展望：监管趋严促进良性发展，行业出清利好合规龙头

医美市场规模发展空间广阔，行业景气度持续。一方面监管趋严下行业进一步出清，对于合规龙头的经营端利好将逐步显现，另一方面，随着企业资本化进程的加速，将帮助相关企业开拓布局新管线和加速渠道扩张，也将带来更为明显的板块效应；在此背景下，上游端龙头有望通过研发+产品力打牢根基，并加强绑定合规渠道加速开拓市场，下游机构端通过会员深度运营及标准化的服务能力构筑长期竞争力。

■ 四、投资建议：回归行业本质，深耕品牌力量

化妆品板块建议积极关注龙头品牌公司通过产品升级，多平台营销布局，积极拓展新品牌，从而在新时期下受益集中度提升以及国货崛起趋势，重点推荐贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展、上海家化及水羊股份等，并关注积极布局全平台品牌服务的头部代运营商壹网壹创和丽人丽妆；医美板块首先关注直接受益需求爆发，同时监管趋严下产品竞争环境持续优化的上游龙头，重点推荐爱美客、华熙生物等，建议关注复锐医疗科技、华东医药等；医美机构建议关注区域内连锁化程度较高且具一定品牌认知度的企业，如医思健康、朗姿股份及奥园美谷等。

■ 五、风险提示

疫情反复影响终端需求；合规监管加码影响企业产品上新进度；流量费用成本上升影响企业盈利能力。

重点公司盈利预测及投资评级



重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 12-15	总市值（百万元） 12-15	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300957	贝泰妮	买入	207.88	88,057.97	1.97	2.82	105.52	73.72
603605	珀莱雅	买入	202.47	40,698.49	2.86	3.47	70.79	58.35
600315	上海家化	买入	40.78	27,715.49	0.79	1.21	51.62	33.70
300740	水羊股份	增持	16.38	6,733.17	0.55	0.88	29.78	18.61
300896	爱美客	买入	588.88	127,410.08	4.34	6.47	135.69	91.02
688363	华熙生物	增持	168.01	80,644.80	1.73	2.30	97.12	73.05

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

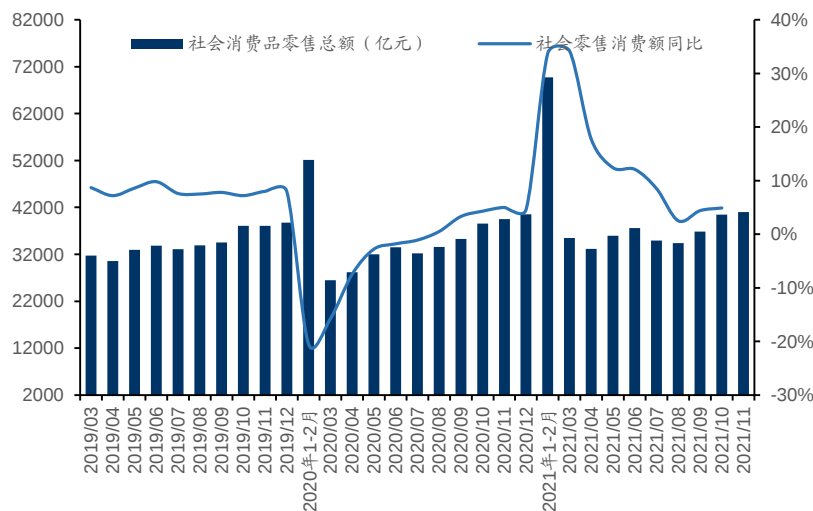
- 一、21年行业复盘：阶段性扰动不改长期增长趋势，企业间分化逐步显现
- 二、22年化妆品行业展望：深耕产品构筑差异化壁垒，龙头企业强者恒强
- 三、22年医美行业展望：监管趋严促进良性发展，行业出清利好合规龙头
- 四、投资建议：回归行业本质，深耕品牌力量
- 五、风险提示

一、21年行业复盘：阶段性扰动不改长期增长趋势，
企业间分化逐步显现

1. 行业复盘：整体呈现前高后低走势，阶段性扰动致下半年表现平平

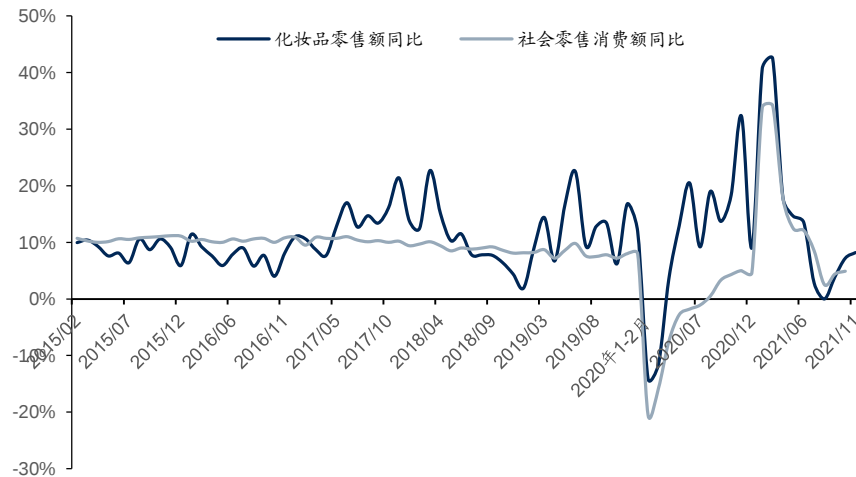
- 从数据表现看，20年以来社零消费经历了下滑、复苏、反弹、回落等几个阶段：1) 20年上半年受新冠疫情冲击，社零消费各月均出现同比大幅下降情况；2) 进入20年下半年，随着疫情的有效遏制，居民生活和消费活力实现快速复苏；3) 21年伊始，社零在低基数基础上继续实现强势反弹，Q1同比增速达到33.9%；4) 21年4月以来，随着去年同期疫情缓和后基数走高及部分地区疫情散发，社零总额增速逐步回落。
- 化妆品行业表现：2021年以来，化妆品零售额在去年较低基数背景下迎来快速恢复，21年1-11月，化妆品类零售额3627亿元，同比+18.6%，整体增速超出社零增速4.9pct。但分阶段来看，进入下半年，随着消费大环境的承压，行业基数因素的影响，以及今年暑期消费旺季期间疫情和暴雨天气因素的扰动，行业增速出现较大幅度的放缓，但这一过程中头部企业的表现仍较靓丽。

图1：中国社会消费品零售总额及同比增速情况（十亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图2：化妆品社零增速与社零整体增速对比（%）

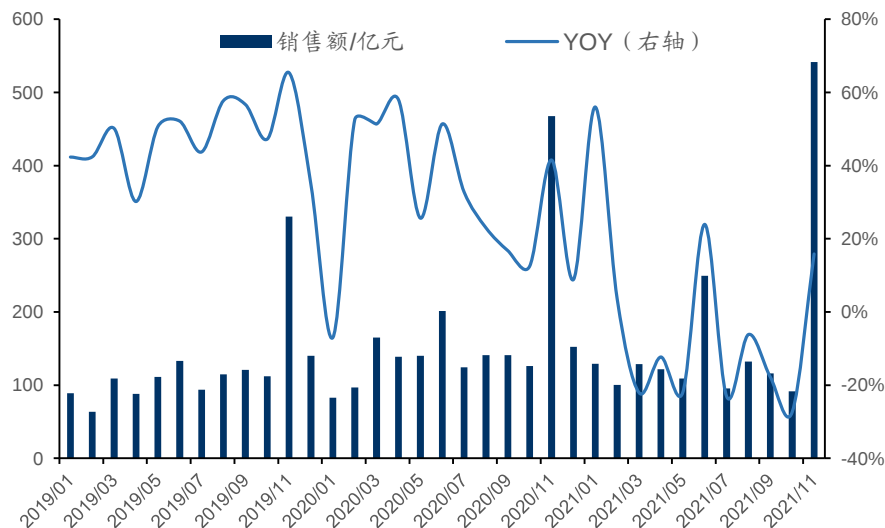


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1.1 美妆行业特征复盘之渠道端：流量去中心化，新平台带来新亮点

- 从线上表现来看，根据第三方淘数据，21年1-11月淘系全网护肤品类GMV为1816亿元，同比+0.26%，较去年放缓32.37pct。彩妆品类GMV同比-9.14%，增速较去年放缓33.57pct。化妆品淘系整体增速趋缓我们认为原因主要来自于：**1）20年受疫情催化，用户消费习惯加速由线下向线上转移，品牌也加大了线上的促销力度，导致电商大促期间的GMV基数较高；2）抖快等新兴电商的发力对淘系平台造成分流，流量逐渐去中心化。3）部分线上中小新锐品牌在监管趋严后产品上新受影响，同时也难抵流量成本上升的费用压力，逐步淡出市场。**
- 与之相对的，抖音电商快速崛起。2021年以来，伴随抖音电商以达人、品牌商、服务商所构成的电商服务生态逐步发展完善，其GMV飞速增长，也成为了美妆品牌的新重点布局平台，根据飞瓜数据，相比今年Q1，抖音Q3美妆店铺环比增长近2倍，销售额环比增长157%。

图3：21年1-11月护肤品行业淘系线上表现情况（亿元、%）



资料来源：第三方淘数据、国信证券经济研究所整理

图4：抖音美妆品类销售额表现情况



资料来源：飞瓜数据、国信证券经济研究所整理

1.1 美妆行业特征复盘之产品端：政策监管加码，行业进入功效时代

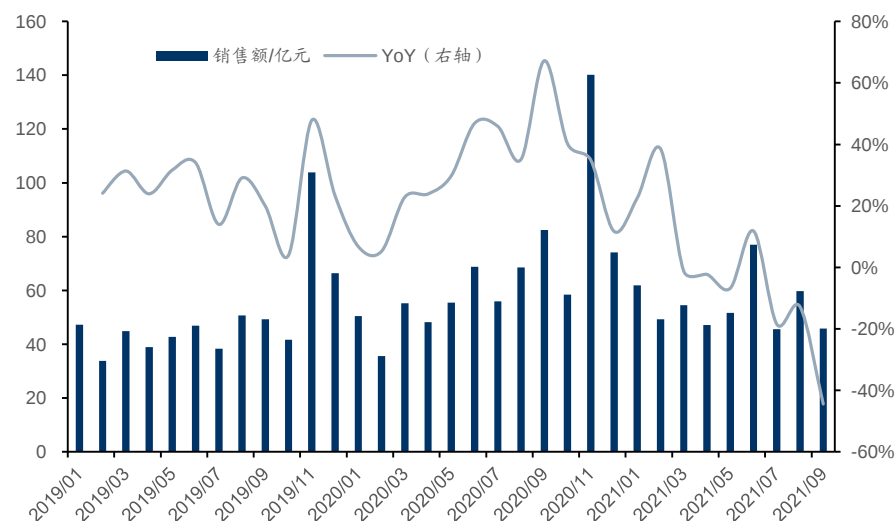
- **政策层面，化妆品监管加码促进竞争环境优化。**自21年1月1日《化妆品监督管理条例》施行以来，相关配套法规文件陆续出台，21年5月1日实施了《化妆品功效宣称评价规范》，行业整体监管趋严，总体上化妆品行业监管以产品安全性和营销宣传合规性为主要方向。
- **分品类看，功效护肤火热而彩妆遇冷。**1) 从细分赛道来看，近年来功效性护肤品行业规模增长迅猛。据欧睿数据，我国皮肤学级护肤品市场规模2015-2020年年均复合增长率达到31.3%，增速远高于化妆品行业的整体水平。2) **彩妆类目淘系增长放缓：**11月护肤彩妆GMV分别为541.57、125.54亿元，分别同比+15.85%、-10.44%。彩妆类目增速放缓，一方面系当下竞争环境激烈造成平台费用持续高企，彩妆品类相对更为依赖流量驱动，另一方面也与疫情的反复下影响使得彩妆的使用场景相对受限。

表1: 《化妆品监督管理条例》相关配套法规文件

发布单位	政策文件	施行时间
国家药监局	《化妆品功效宣称评价规范》	2021年5月1日
国家药监局	《化妆品分类规则和分类目录》	2021年5月1日
国家药监局	《化妆品安全评估技术导则（2021年版）》	2021年5月1日
国家药监局	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	2021年5月1日
国家药监局	《化妆品注册备案管理办法》	2021年5月1日
国家药监局	《化妆品注册备案资料管理规定》	2021年5月1日
国家市场监督管理总局	《化妆品生产经营监督管理办法》	2021年8月2日
国家药监局	《儿童化妆品监督管理规定》	2021年10月8日

资料来源：国家药监局、国家市场监督管理总局、国信证券经济研究所整理

图5: 21年1-11月彩妆行业淘系线上表现情况（亿元、%）



资料来源：第三方淘数据、国信证券经济研究所整理

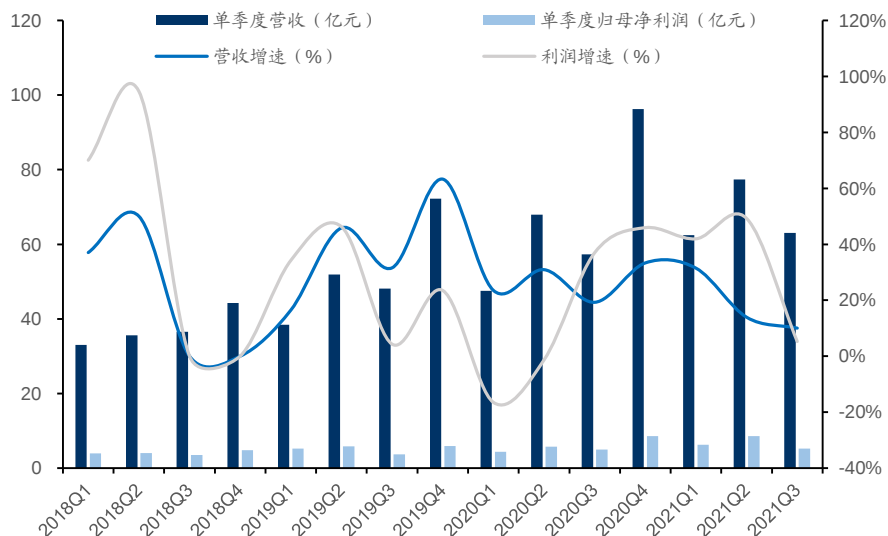
1.2 美妆板块业绩复盘：板块整体保持稳定增长，企业间分化加剧

■ 营收端：板块逐季收入承压，企业间分化加速显现

■ 整体来看，21年前三季度板块实现营收269.60亿元，增长26.82%，在疫情之后实现稳健的复苏，但从分季度表现来看，21Q3板块实现营收63.08亿元，同比+10.02%，增速较20年-9.23pct。板块整体增速的放缓与行业大环境有关，但同时企业间的分化也在加速。

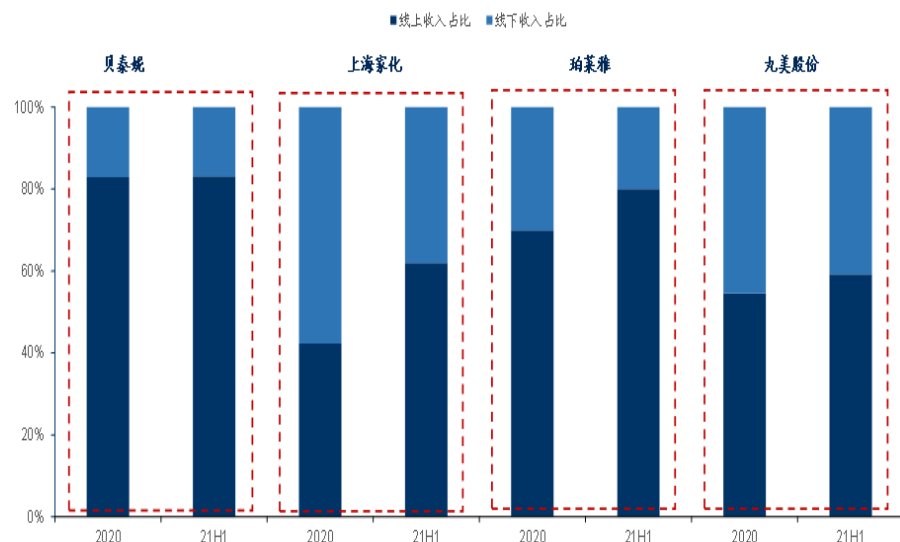
■ 线上渠道继续为推动品牌增长主力，但流量去中心化下表现有所分化。受疫情推动消费习惯向线上转移，整体来看线上仍是品牌收入增长的主要驱动，但随着线上占比整体已经较高，同时流量分化背景下运营难度也在加大，企业之间实际线上运营效率的分化也较为明显，线上业务较为成熟的企业均在线上端取得远好于行业水平的高增速。

图6：化妆品板块营收及增长情况（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：线上仍是主要驱动力但边际变化有限



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

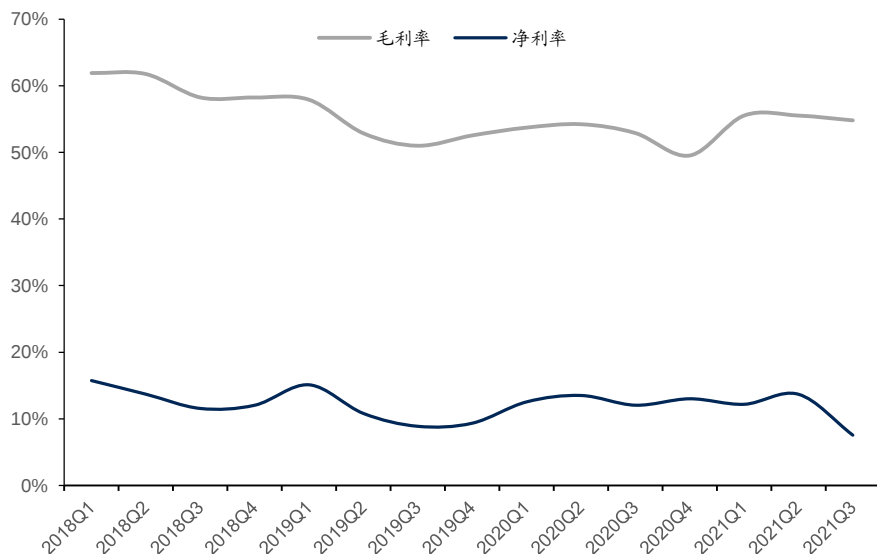
1.2美妆板块业绩复盘：整体盈利能力恢复，费用端表现有所分化

■ **利润端：产品升级及品牌力提升带动毛利率有所提高，费用压力则有所加大**

■ 前三季度板块实现归母净利润20.02亿元，同比+16.08%；但其中Q3实现归母净利润5.23亿元，同比+5.24%，增速较20年-31.75pct。Q3利润增速的大幅放缓，一方面与收入端收到消费大环境的承压影响有关，另一方面，随着流量成本的上升，企业营销费用端压力逐步显现。

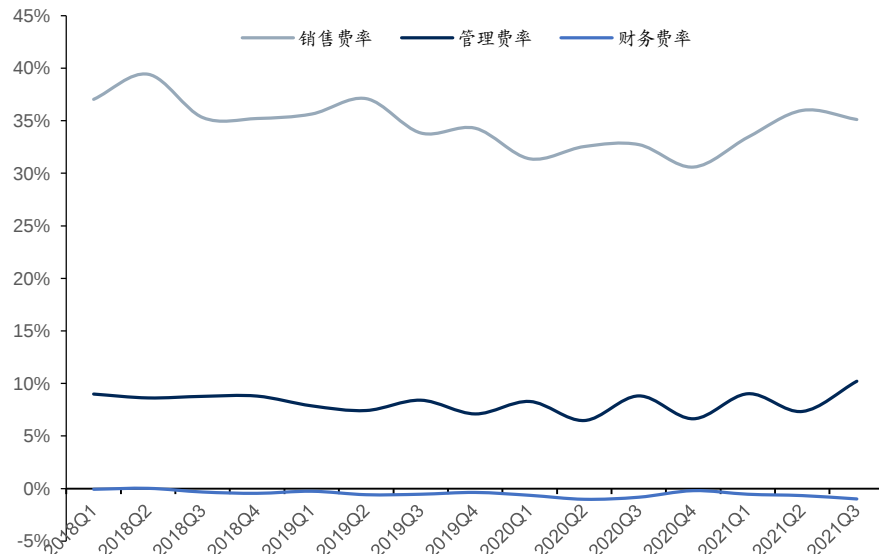
■ Q3化妆品板块整体毛利率54.81%，同比+1.90%，多数企业通过进一步的产品升级和品牌力强化提升客单价，在今年原材料涨价的背景下仍然实现毛利率的同比上升；从费用率来看，Q3板块整体销售费率同比+2.38pct，管理费率+1.40pct，目前化妆品品牌商新渠道布局以及流量成本的提升带来整体销售费率上行，另外电商团队搭建、股权激励摊销等因素带来整体管理费率上行。

图8：化妆品板块分季度毛利率、净利率走势（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：化妆品板块分季度费用率情况（%）

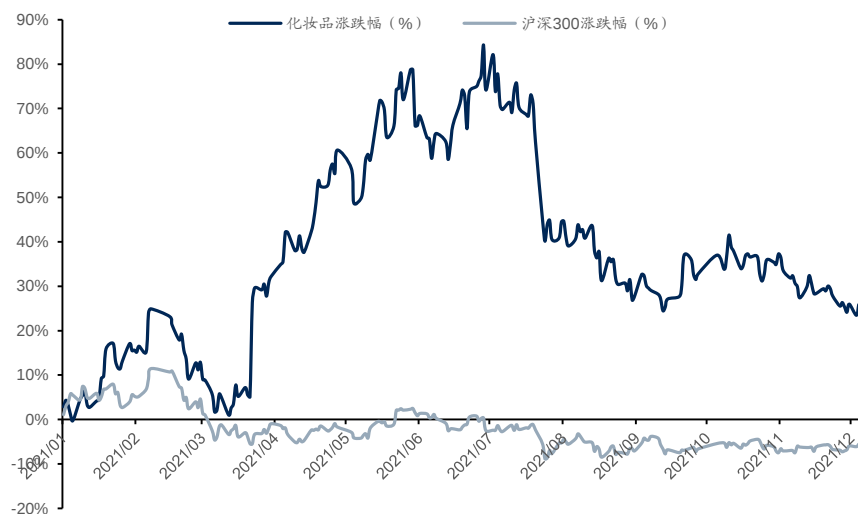


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.3美妆板块行情复盘：板块行情整体跟随基本面走势，个股加速分化

- **从板块行情表现来看：**年初以来化妆品板块表现整体优异，其中年初表现相对平稳，与大盘整体走势较为趋同，随着3月底目前板块第一大市值的贝泰妮作为新股上市，提振行业热度，拉动板块整体实现靓丽涨幅，4月随着财报的密集披露，上海家化等个股在优异的业绩催化下也进一步推动了板块的稳健上行。进入7月份，在消费板块整体市场情绪不振，以及行业社零以及电商数据表现不佳下，板块出现一定幅度回调，而随着进入三季报披露期，龙头企业较为确定的业绩预期提振了一些市场信心。
- **个股行情表现来看：**年初至今，鲁商发展、拉芳家化、贝泰妮、上海家化涨幅居前，其中鲁商发展凭借旗下“瑗尔博士”和“颐莲”的高成长性转型较为成功，年初至今增长61.20%；进入下半年，伴随三季报披露以及双十一预期落地，重点个股均出现一程度回调，其中丸美股份、华熙生物、上海家化、若羽臣跌幅居前。

图10：2021年以来化妆品板块（加权平均）行情走势（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：行情日期为21年1月1日至12月10日

图11：重点个股行情走势

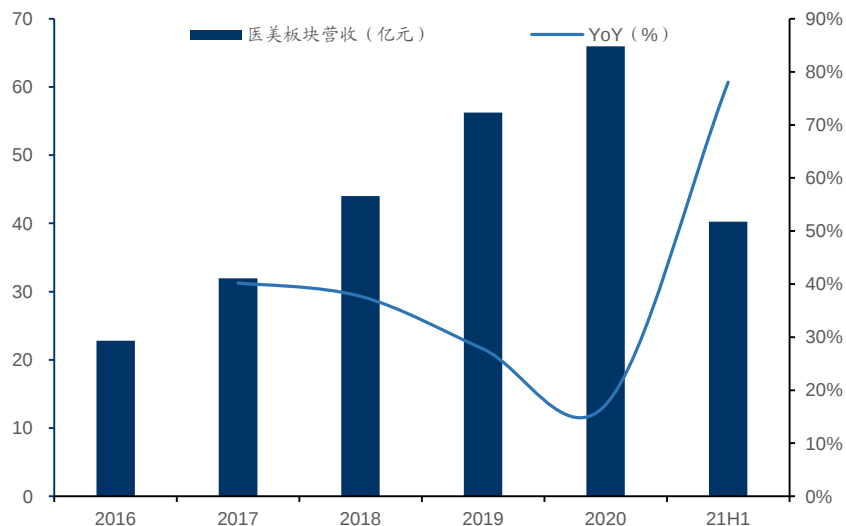
证券代码	公司	年初至今涨跌幅	下半年累计涨跌幅
300957.SZ	贝泰妮	29.69%	-22.29%
603605.SH	珀莱雅	21.28%	4.15%
600315.SH	上海家化	29.14%	-28.34%
300740.SZ	水羊股份	-0.87%	-20.23%
600223.SH	鲁商发展	67.69%	-10.35%
603983.SH	丸美股份	-35.17%	-37.45%
603630.SH	拉芳家化	40.70%	-9.93%
688363.SH	华熙生物	27.49%	-34.40%
300792.SZ	壹网壹创	-27.79%	-2.78%
605136.SH	丽人丽妆	-10.80%	-23.06%
003010.SZ	若羽臣	-35.18%	-28.52%
300132.SZ	青松股份	-36.90%	-46.43%
300955.SZ	嘉亨家化	-53.61%	-38.39%
YSG.N	逸仙电商	-86.84%	-77.21%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：行情日期截至21年12月10日

2. 医美板块复盘：需求爆发营收高速增长，产品端持续扩容

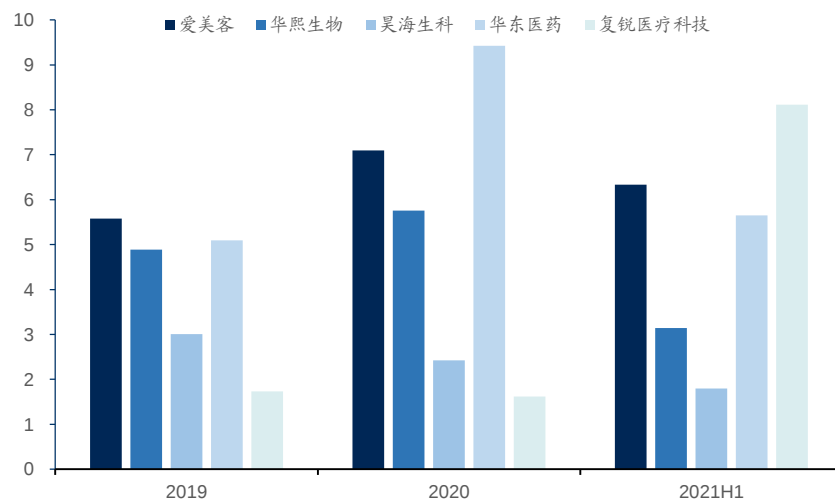
- **板块收入情况：**综合来看医美板块21H1年实现营收**40.28亿元**，同比增长**78.06%**，**16H1-21H1复合增速为44.90%**。去年受疫情影响板块收入增速仅为14.15%，今年上半年的高增来源于去年在低基数下的反弹，同时本身市场教育程度不断提升，消费者对医美消费的接受度也在增强。
- **其中上游产品端表现突出**，21H1共实现营收**25.04亿元**，同比+75.51%。整体来看，各产品生产方在需求低基数下爆发以及自身新品大力推广下，业绩表现突出。

图12：医美板块营收情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图13：上游板块公司的收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：其中华熙生物、昊海生科、华东医药、均为拆分后的医美终端业务

2.1 医美行业特征复盘一：监管趋严为合规企业发展提供良好土壤

- 今年医美行业的一大关键词便是监管：具体从监管政策来看，21年6月10日，国家卫健委、市场监管总局等八部门联合发布《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案的通知》，联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作，旨在进一步提高美容医疗机构依法执业意识，强化医疗服务质量和安全管理，防范医疗纠纷和安全风险，严厉打击非法医疗美容活动。6月10日发布政策后，各地纷纷进行政策跟进。
- 同时，今年8月27日，国家市场监管总局发布了《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》，整治虚假违法医美广告一直是医美行业的执法重点之一，执法指南进一步明确了医美广告的概念和范围、监管细则、监管方向，打击水货产品的宣传及虚假扩大诊疗范围的宣传，同时打击制造“容貌焦虑”、广告代言人模式及医美广告的内容传播。

表2：20年以来医美领域相关监管文件梳理

政策	发布单位	发布时间	相关内容
《关于进一步加强医疗美容综合监管执法工作的通知》	卫健委办公厅等8部委	2020年4月3日	规范医疗美容服务；在我国境内上市的药品和第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理，未取得注册批准的产品不得上市
《中国互联网金融协会关于规范医疗美容相关金融产品 and 金融服务的倡议》	中国互联网金融协会	2021年6月9日	倡议金融机构不与任何不法医疗美容机构开展合作、充分评估消费者的还款能力、保障消费者的知情权和自主选择权、诱导消费者过度消费或超出其风险认知和还款能力的借贷等。
《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》	国家卫健委、公安部、海关总署等八部委	2021年6月10日	2021年6月至12月联合开展打击非法医疗美容服务专项整治工作、规范医疗美容服务行为、打击非法制售药品医疗器械行为以及查处违法广告和互联网信息。
《医疗美容广告执法指南（征求意见稿）》	国家市场监管总局	2021年8月27日	重点打击制造“容貌焦虑”、对未经药品管理部门审批或者备案的药品和医疗器械作广告、宣传或者含有未经卫生健康行政部门审批或备案的诊疗科目和服务项目等内容、宣传诊疗效果或者对诊疗的安全性和功效做保证性承诺等医疗美容广告乱象。
关于征求《医疗器械分类目录》（调整意见）的通知	国家药品监督管理局	2021年11月9日	射频治疗仪、“水光针”按III类器械监管：其中注射用透明质酸钠溶液，由注射器以及预装在注射器中的填充材料（一般以透明质酸钠为主要成分）组成，产品用于注射至面部真皮层，主要通过所含透明质酸钠等材料的保湿、补水等作用，改善皮肤状态，拟按照III类器械监管。
《公安部要求严厉打击非法制售医美产品等犯罪活动》	公安部	2021年11月25日	针对一些地方医疗美容领域制假售假、非法从业、发布虚假广告、借“医美贷”实施诈骗等违法犯罪突出，导致医美事故频发的情况，公安部食品药品犯罪侦查局近日下发通知，结合深入开展“我为群众办实事”实践活动，部署进一步加大对非法制售医美产品等药品安全领域突出犯罪活动打击力度。

资料来源：国家卫健委官网、国信证券经济研究所整理

2.1 医美行业特征复盘二：产品端合规产品供给进一步丰富

■ 21年以来有多款医美产品获批，进一步丰富了合规供给。如21年4月，华东医药旗下“少女针”、长春圣博玛旗下“童颜针”、艾尔建美学旗下的乔雅登®质颜™相继获批上市；21年6月，爱美客旗下的含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶获批，锦波生物的重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维获批。

■ 我们认为，做大合规市场一定是遏制水货假货的最有力手段，从去年开始整体来看医美合规产品加速获批。而今年以来监管在终端加强打击水货也有利于合规企业抢占市场份额，比如水光市场监管加强也助推了龙头企业中的持证的一类水光产品加速扩大销售。整体来看，政策导向主要为市场的良性发展，避免出现恶性医疗事故引起的社会不良影响。长期来看医美行业是符合民众消费升级，悦己消费需求爆发的优质赛道。未来在极强的复购粘性保障下渗透率和单价提升空间广阔，监管的强化也进一步提升了龙头公司的竞争壁垒。

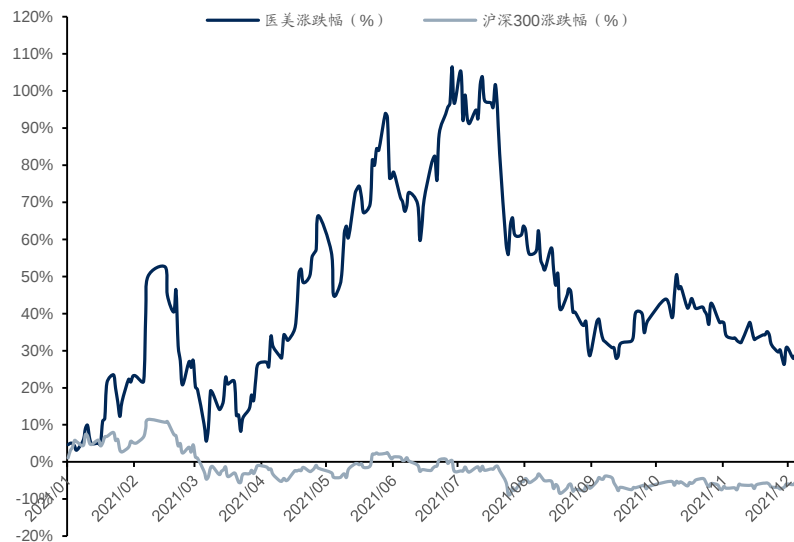
表3：2021年以来获批上市的主要轻医美注射品

产品	所属生产/代理公司	获批时间	上市销售时间	产品类别
伊妍仕™	华东医药	2021年4月	预计2021年下半年	少女针
聚乳酸面部填充剂	长春圣博玛	2021年4月	暂无	童颜针
乔雅登®质颜™	艾尔建美学	2021年4月	暂无	透明质酸钠，用于唇部注射
含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	爱美客	2021年6月	暂无	童颜针
重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维	锦波生物	2021年6月	暂无	胶原蛋白
注射用交联透明质酸钠凝胶（商品名：Belotero®）	Anteis SA	2021年10月	透明质酸钠，真皮填充剂	注射用交联透明质酸钠凝胶（商品名：Belotero®）
一次性使用注射包	康德莱	2021年10月	无菌美容注射钝针	一次性使用注射包

2.2 医美板块行情复盘：需求爆发营收高速增长，产品端持续扩容

- **从板块行情表现来看：**医美板块21年年初继续延续了20年下半年以来的靓丽股价走势，整体板块大幅跑赢大盘。而在节后随着市场风格切换，板块估值压力下也出现了较大幅回调，但进入业绩披露期，凭借靓丽而又扎实的基本面支撑，再度迎来靓丽的走势。同时产业资本入局加速推动优质资产的资本化，行情热点也从龙头个股扩散至全行业。7月份由于监管情绪蔓延市场出现大幅回调，9-10月份悲观情绪有所消化，市场出现小幅回暖。
- **个股行情表现：**重点个股走出前高后低行情，年初至今，医美主要公司全线普涨，其中爱美客、昊海生科、奥园美谷涨幅居前，进入下半年，受监管情绪影响，整体表现均相对较弱。

图14：2021年以来医美板块行情走势（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：行情日期为21年1月1日至12月10日

图15：2021年以来医美板块行情走势（%）

证券代码	公司	年初至今涨跌幅	下半年累计涨跌幅
000615.SZ	奥园美谷	52.98%	-46.92%
688366.SH	昊海生科	65.87%	-34.17%
300896.SZ	爱美客	69.21%	-24.69%
002612.SZ	朗姿股份	33.13%	-33.96%
000963.SZ	华东医药	39.00%	-22.26%
688363.SH	华熙生物	27.49%	-34.40%
1696.HK	复锐医疗科技	215.62%	-38.06%
0460.HK	四环医药	96.18%	-52.80%
AIH.O	医美国际	-50.31%	-71.01%
2135.HK	瑞丽医美	-15.38%	-47.62%
2138.HK	医思健康	108.12%	-16.19%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理
注：行情日期截至21年12月10日

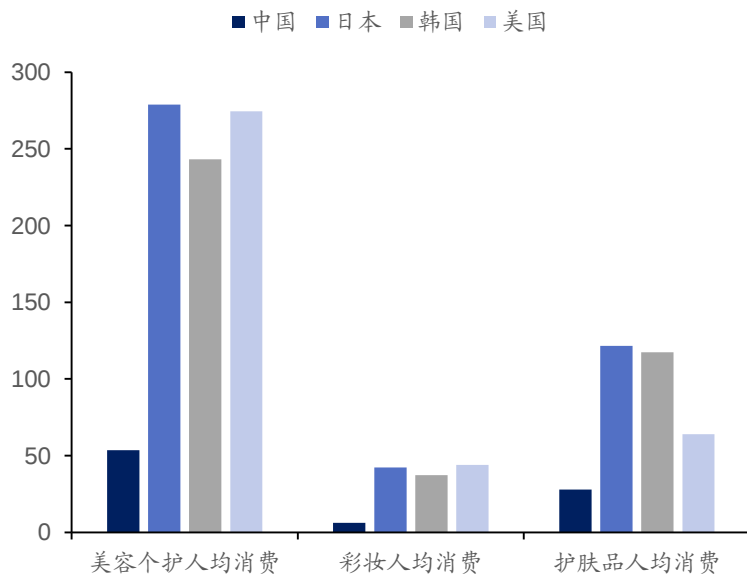
二、22年化妆品行业展望：深耕产品构筑差异化壁垒，龙头企业强者恒强

1. 行业发展阶段：阶段性放缓不改长期景气度，行业空间依旧广阔



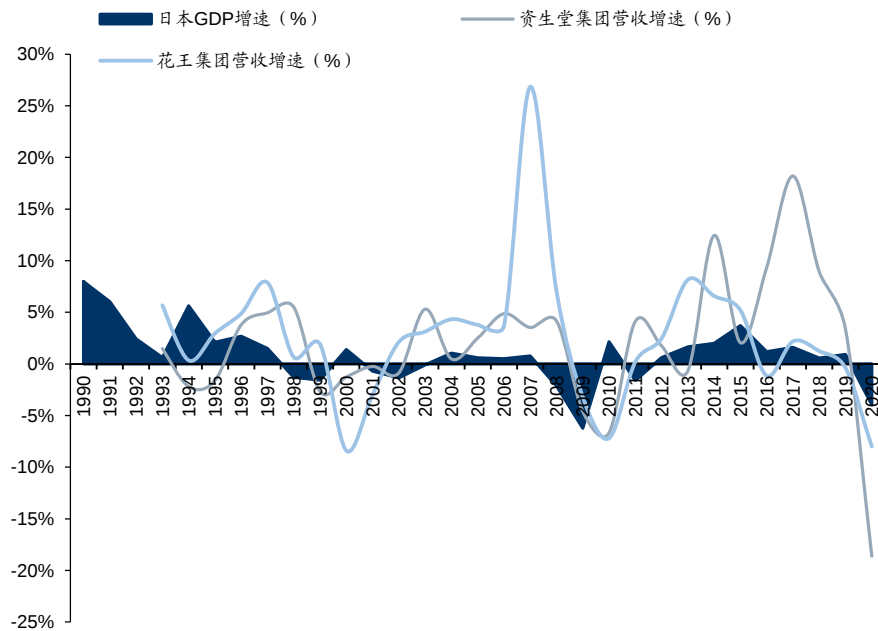
- **化妆品市场依旧有着巨大的发展空间。**虽然今年下半年行业出现阶段性放缓，但长期来看行业的发展空间依旧广阔。根据欧睿咨询数据测算，2020年中国美容个护/彩妆/护肤品人均消费分别为54/6/28美元，均显著低于美日韩，从这一角度看，我国对标成熟市场仍有5倍以上的发展空间。
- **且参考日本化妆品市场发展历程来看，在日本进入90年代GDP增速持续低位，以及社会老龄化程度加速的过程中，日本的头部化妆品企业规模增速依旧保持了相对较高的成长。**在产品本身的高用户粘性特点下，伴随消费者的需求持续升级驱动量价提升，化妆品行业长期来看具备一定抗周期的发展韧性。

图16：2020年中国皮肤科级护肤品市场规模及增速



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图17：日本化妆品集团在经济增速低迷期仍然保持较高的营收增速



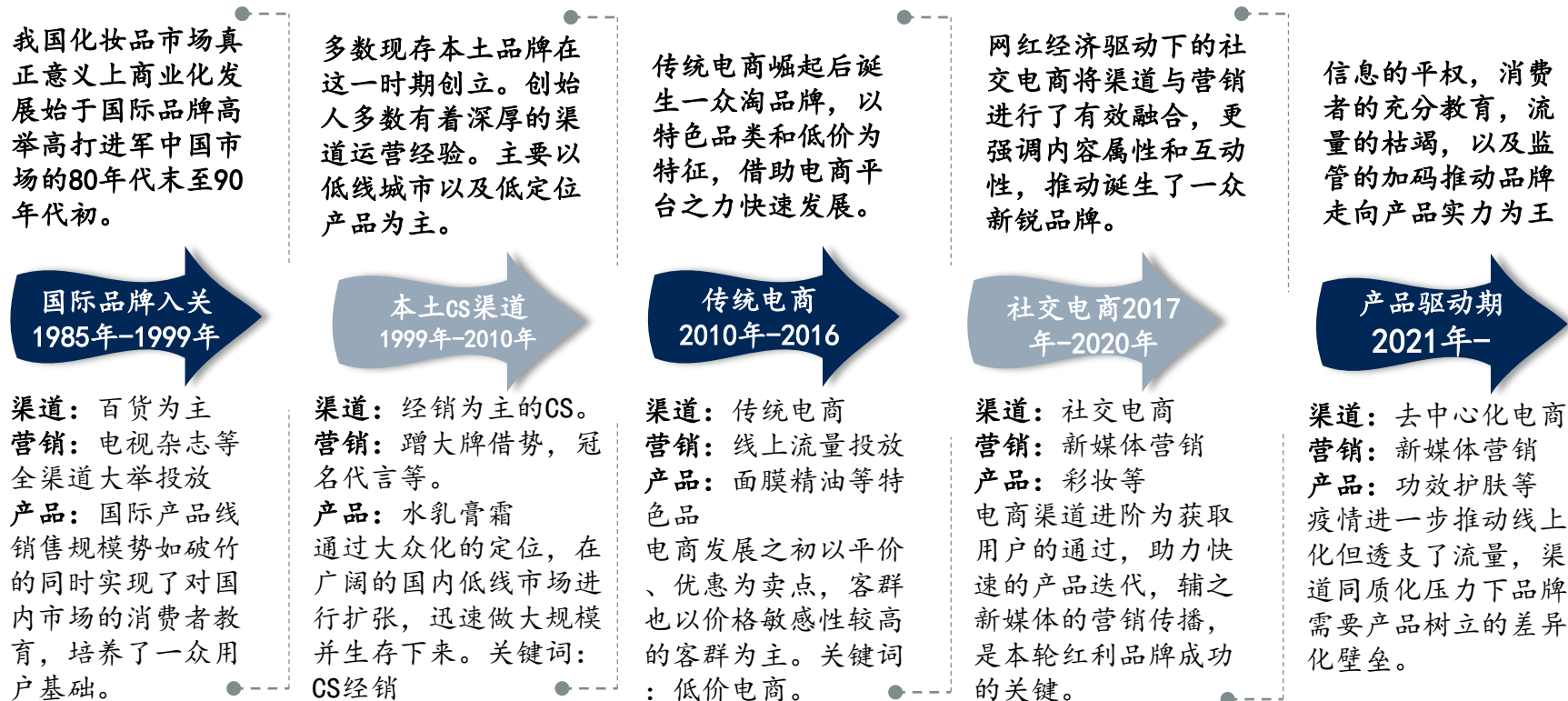
资料来源：彭博、国信证券经济研究所整理

1.2 行业发展阶段：过往行业以渠道驱动为主，逐步进入产品驱动阶段



■ 中国化妆品市场真正商业化发展不过30多年的历史，在这过程总共可以分为四个推动阶段，对于国产品牌而言前期的驱动主要来自于渠道切换下红利释放。但21年之后，随着竞争加剧大幅提高了推广流量的费用，新规实施大幅提高了供应链的门槛，企业逐步需要回归产品的打磨，从长远的角度审视并维护自身品牌资产的提升。

图18：中国化妆品市场的发展阶段



1.3 化妆品发展展望：22年预计基本面前低后高，关注结构性变化

- 从22年的基本面走势来看，我们预计行业将会呈现前低后高的走势，上半年行业存在高基数以及需求仍待消化等影响，而后随着基数效应的回归正常，以及消费力的逐步复苏，行业有望迎来逐季向好。同时，从长期来看，随着行业的回归理性，行业整体基本面平稳增长预计将常态化，未来更应关注行业内的结构性变化：1）集中度提升下头部品牌的做大做强；2）国货崛起大机遇下，国产品牌通过产品和营销差异化布局进一步突围。
- 一方面，随着流量红利消减，未来品牌在营销和渠道投放上，应从过度追求销售转化率到平衡兼顾偏长期效果的品宣投放运营。另一方面随着新的监管政策落实，品牌持续加码深层次的研发创新，夯实产品差异化认知建立的基础。最终在基于目标用户需求的品牌力建设后，通过成功方法论的调整复制，积极开拓新品牌和新市场的扩张，打造企业发展的新增长极。

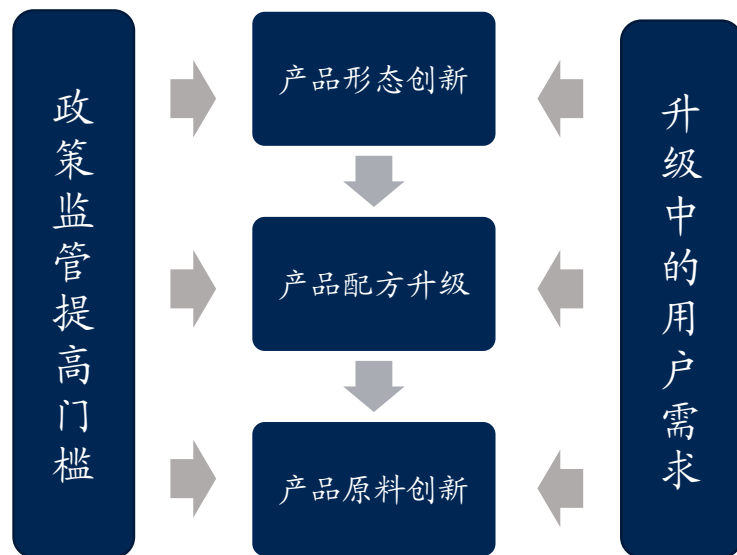
图19：2022年美妆行业发展驱动



2.1 产品趋势：从生意出发，产品“功效”实质意义在于建立差异化壁垒

- 功效成为今年产品升级一大关键词，市场谈到品牌产品力必提及功效，但我们认为，**所有的化妆品本就都应该具备功效**。现阶段功效热门的原因是新一代消费者消费理念极为成熟，对于更精细化效果的追求和产品作用的溯源诉求在提升。化妆品是一门约40%费用投向营销的生意，品牌树立功效的最终目的是为了自身产品在日益重要的品宣投放上具备较为完善和权威的背书，建立差异化消费者认知。
- **同时在新时期下产品升级的壁垒也在提升**：1）政策监管对于功效新评测给出了明确的标准，门槛的建立出清了一批以“功效”为旗号打擦边球的中小品牌；2）现阶段产品的升级已经不能停留在表面的产品形态创新，需要深入到配方创新、原料创新等基础创新层面，才能更好树立差异化的产品壁垒。3）所有产品升级仍必须围绕消费者需求作为出发点。研发部门需要与前台打通，时刻把握用户需求的变化。

图20：新时期下产品创新升级的路径



2.2 产品趋势：监管趋严，助力龙头健康成长



- **政策监管的客观倒逼：**功效评价的正式实施倒逼企业需要大力抓研发，并且从产品创新向原料创新演进。
1) 首先产品准入的门槛大幅提升，对于产品监管性质的理清出清大批中小杂牌；2) 也提升了成本，不仅体现在直接的检测资金成本上，同时当前检测机构数量的缺口也带来产品上新的时间成本。
- 整体来看，化妆品行业的整体监管以产品安全性和营销宣传的合规性为主要方向。随着监管强化，长期秉承规范发展，建立了良好的科学评价体系的国货龙头一定程度上有望受益于行业乱象肃清，获得更加友好的发展环境。

2.2 产品趋势：监管趋严，助力龙头健康成长

图21：化妆品功效宣称评价项目要求

序号	功效宣称	人体功效评价试验	消费者使用测试	实验室试验	文献资料或研究数据
1	祛斑美白 ^①	√			
2	防晒	√			
3	防脱发	√			
4	祛痘	√			
5	滋养 ^②	√			
6	修护 ^②	√			
7	抗皱	*	*	*	△
8	紧致	*	*	*	△
9	舒缓	*	*	*	△
10	控油	*	*	*	△
11	去角质	*	*	*	△
12	防断发	*	*	*	△
13	去屑	*	*	*	△
14	保湿	*	*	*	*
15	护发	*	*	*	*
16	特定宣称（宣称适用敏感皮肤、无泪配方）	*	*		
17	特定宣称（原料功效）	*	*	*	*
18	宣称温和（无刺激）	*	*	*	△
19	宣称量化指标的（时间、统计数据等）	*	*	*	△
20	宣称新功效	根据具体功效宣称选择合适的评价依据。			

说明：1. 选项栏中画√的，为必做项目；
2. 选项栏中画*的，为可选项目，但必须从中选择至少一项；
3. 选项栏中画△的，为可搭配项目，但必须配合人体功效评价试验、消费者使用测试或者实验室试验一起使用。

2.2 产品趋势：监管趋严，助力龙头健康成长

图22：贝泰妮的原料研发储备丰厚

名称	介绍
马齿苋提取物制备方法以及含马齿苋提取物的功效性护肤品的产业化制备方法	通过低温提取、过滤、絮凝、脱色和低温干燥步骤制备马齿苋提取物。采用本制备方法所得的马齿苋提取物，产量高能耗低，可最大程度的保证马齿苋中化学成分不被破坏，其主要成分多糖和有机酸在不同批次间稳定性高，且不含去甲肾上腺素和多巴胺等违禁物质，无皮肤光毒性，起到抗炎、抗刺激、舒敏等作用。 多种含有马齿苋提取物的功效性护肤品，含有马齿苋提取物、青刺果油、甘油、1,2-戊二醇、透明质酸钠等成分，其中马齿苋提取物通过脱色树脂水洗脱的方法提取；该技术采用特殊制备工艺，使产品具有良好的舒缓效果，产品质地温和、安全性好、无毒副反应、无过敏反应，对皮肤屏障恢复有辅助作用。
青刺果提取物制备方法以及含有青刺果油的功效性护肤品的产业化制备方法	将特征峰的出峰顺序和相对含量确认为青刺果油的指纹图谱特征，作为青刺果油的质控指标。成熟青刺果去果壳后经干燥即得青刺果仁，青刺果仁通过萃取得到青刺果油，脱脂后的青刺果仁通过进一步的分离纯化制备得到总黄酮含量高达 50% 以上的青刺果仁总黄酮提取物。 多种含有青刺果油的功效性护肤品，含有青刺果油、马齿苋提取液、甘油、1,2-戊二醇、生育酚乙酸酯等成分；该技术采用特殊制备工艺，使产品质地温和、安全性好、无毒副反应、无过敏反应、可修复受损的皮肤屏障，具有舒缓皮肤、抗皮肤老化等效果。
滇重楼提取物的产业化制备方法	通过超声提取工艺及高效液相色谱法比较胶质和粉质重楼总皂苷及其皂苷单体的含量差异；以总皂苷得率为指标，正交试验优化重楼总皂苷的超声提取工艺后，按照优选的工艺对重楼提取物进行以抑菌活性为导向的活性成分筛选，通过大孔吸附树脂法分离其活性成分；采用高氯酸显色法对重楼总皂苷含量进行测定，确保植物活性成分批次间稳定性，通过上述技术能够大幅提升重楼提取物得率。
等渗制剂技术	医学上正常人的体液（血液、眼泪、细胞液、细胞间质等）渗透压为 280-320 mOsm/L。在等渗环境下，皮肤无渗透压差，细胞处于最舒适状态。公司运用等渗亲肤科技，设计创新配方，能够为敏感性皮肤人群带来高耐受产品，具有温和舒敏、保湿、修复皮肤等效果。
脂质体包裹技术	采用脂质体包裹技术，可以解决活性成分稳定性不佳、刺激性大、生物利用度低、溶解度差等问题，通过脂质体包裹的活性物可以很方便的应用在配方中并大大提高利用效率。公司采用磷脂作为脂质体的载体系统，磷脂作为皮肤结构的一部分，能够使活性成分生物利用度得到进一步提升，公司运用上述脂质体包裹技术使产品具备较好的肤感和保湿性能。
皮肤屏障修复制剂及其制备方法	解决了复合神经酰胺的溶解问题，减少了低温条件下神经酰胺结晶析出对稳定性的影响，提高了制剂的稳定性能，具有对皮肤屏障进行多重修复的作用。
液体制剂雾化技术	采用独特雾化技术，通过雾化组合物和保湿成分的搭配，降低液体表面张力，大幅度改善雾化效果，使得喷雾颗粒均匀细小，喷雾效果更加细密轻柔，使用体验大幅提升，在兼具良好安全性的同时，及时补充肌肤水分，带来持久水润。
含页岩油的复合祛痘制剂及其制备方法	不添加乳化剂，减少了乳化剂对皮肤的刺激性，同时使用特殊的制备工艺，减少强电解质页岩油磺酸酯钠、水杨酸对于制剂粘度及稳定性能方面的影响，具有良好的祛痘效果。
油包水技术及其制备方法	一种油包水婴儿护臀霜及其制备方法，采用的 W/O 配方体系具备抗水成膜性，使产品能留驻在婴儿臀部发挥功效，解决了产品容易被婴儿臀部尿液溶解洗去的问题，解决了油包水类膏霜的低温析出问题，解决了高含量氧化锌在膏霜体系中的难添加问题，提高了膏霜的稳定性。
高含量维生素 CE 稳定体系复合制剂及其制备方法	通过无水体系极大降低高含量维生素 C 和 E 和氧气、重金属的接触，再通过维生素 C 保护维生素 E，反过来维生素 E 又能对维生素 C 形成协调保护，使其复合制剂有肤感好，易吸收等优点。

资料来源:公司招股书，国信证券经济研究所整理

2.3 产品趋势：产品升级助力龙头高速增长

- **营销差异化的抓手：国货的崛起需要深耕消费者心智的建立。**平价替代时代已经过去，传统化妆品品牌整体在产品效用同质化较为严重，更多的是通过营销的差异化塑造去获取客户的青睐，但传统的营销卖点往往随着时尚热点、文化变迁和消费者喜好而不断改变，难以形成长期壁垒。
- **如前文所述，产品创新升级的最终目的是为企业塑造品牌力寻找抓手。**通过不断强化其产品的科研实力和应用能力，强调产品针对性的功效来吸引客户，并配合营销资源布局建立并巩固对当代越来越聪明的年轻消费者的心智，从而打造出一款贡献长期品牌增长驱动的明星单品。

图23：珀莱雅今年的逆势高速收入增长驱动之一为两款大单品的成功打造

网红爆品

- 引流拉新
- 品牌破圈
- 提升销售量



泡泡面膜

- 单价：100元
- 巅峰月销150w
- 年内复购率10%

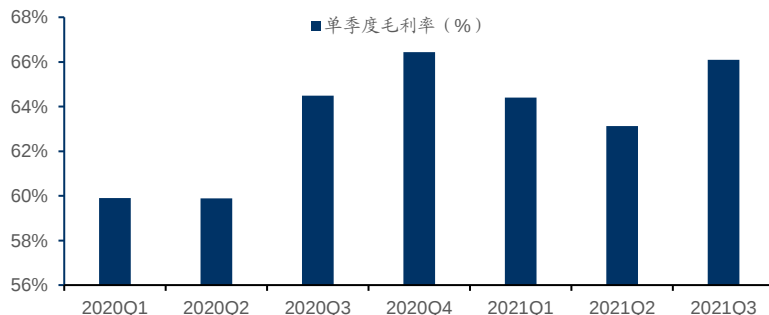
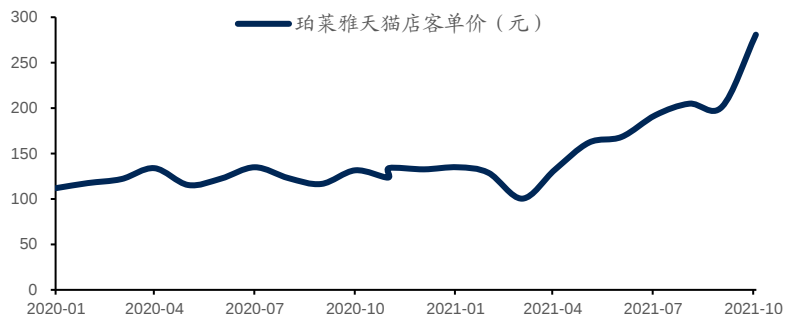
大单品

- 建立粘性
- 品牌调性
- 提升客单价



红宝石系列

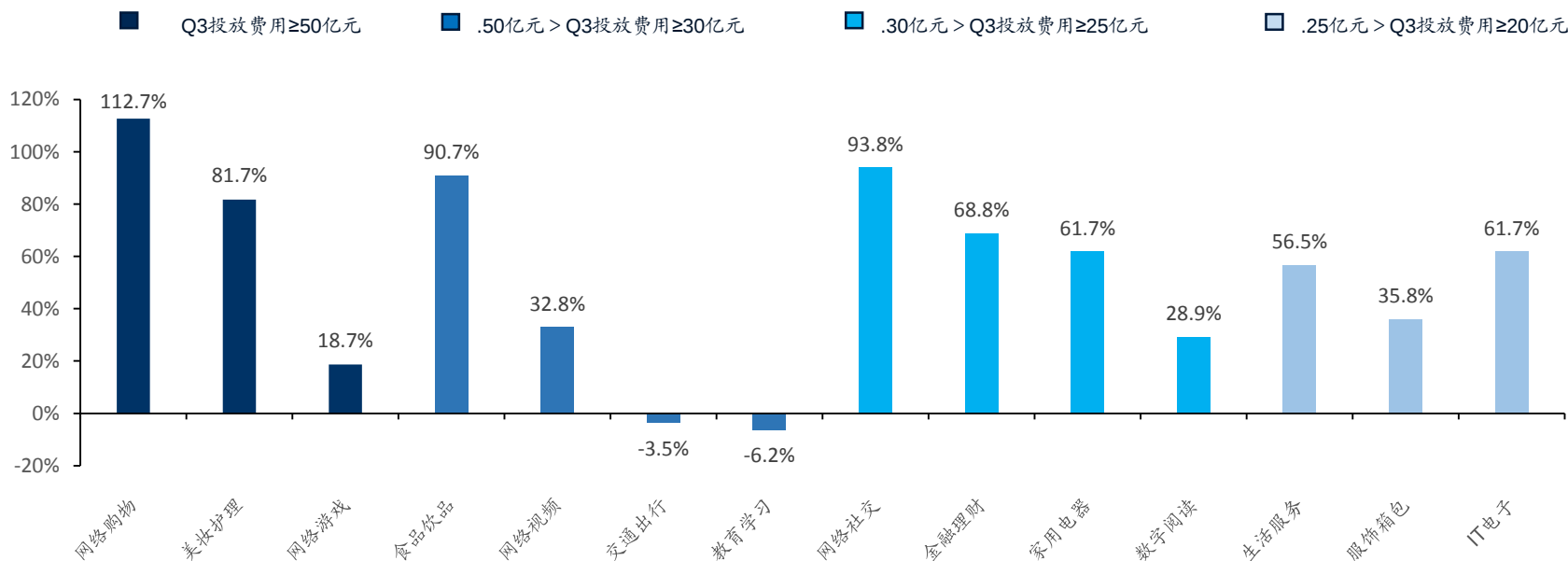
- 单价：250元
- 巅峰月销5w
- 年内复购率30%



3.1 投放趋势：去中心化趋势下需要拥有全链路的运营思维

■ 在品牌主们纷纷拥抱新兴的营销方式后，竞争不断加剧，平台费用也越发高企，优质KOL头部化正不断加速，相应的投放成本也水涨船高。蓝海的社媒营销正在逐步进入红海市场，多数美妆企业的收入/平台推广费用比正在不断攀升，流量获客成本正在提升，ROI<1成为很多品牌的投放常态。传统平台流量被分流严重，品牌通过押宝某个平台的红利取得爆发增长的时代已经过去，品牌打造爆品的周期和耗散也被加剧。现阶段需要具备平台全链路的运营能力，对于品牌来说需要团队和经验而不是仅仅是资金。

图24：美妆类目在流量投放上依旧较高



资料来源：Quest mobile、国信证券经济研究所整理

3.1 投放趋势：去中心化趋势下需要拥有全链路的运营思维



- 1) 成熟的团队支撑：首先必须搭建和完善专业的成熟新媒体平台运营团队，对多样性人才的要求提升了，需要适应现在碎片化的全链路投放和内容；2) 丰富的武器库积累：在实操中，根据品牌特质以及推广的产品特点，寻找出推广的爆点，并选取与目标客群画像匹配的平台及KOL进行精准投放，这也需要有多平台合作的经验并具备不同平台和KOL精准认知定位。

图25：全链路的运营模式对团队经验要求较高

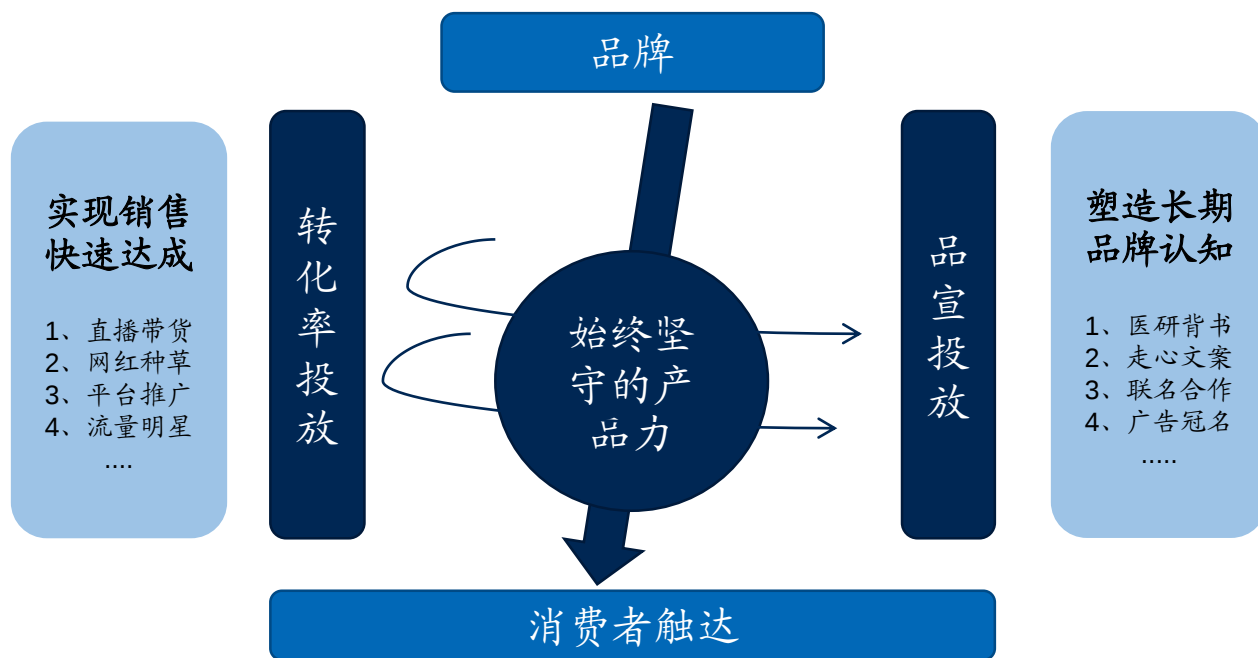
效果内容策略		核心指标	关键举措
step-1 停留 宣告关联，留驻观看	吸引力 ATTRACT	流失率	●四种吸引力动机 有关系/有好处/有意思/有期待
step-2 相信 破除戒备，铺垫信赖	信任力 TRUST	点赞率 新增关注数	●两种信任来源 理性的信任：专家身份/科学证据/权威鉴证 感性的信任：真实故事/素人证言/原生调性
step-3 动心 承诺利益，激发欲望	诱惑力 TEMPT	点击数 评论分享数	●四种诱惑类型 低价折扣/额外赠礼/权益保障/限量稀缺
step-4 尝试 明示路径，引导转化	行动力 ACT	点击数	●三种推动方式 清晰讲解/明确演示/直接提醒

资料来源：国信证券经济研究所整理

3.1 投放趋势：营销端，从投转化率到投品牌力

- 品牌的营销费用我们一般可以拆解为促销推广费和品牌宣传费，前者更加看中的投资能否直接产出收入，指标是ROI，后者看重的是投入是否对于品牌知名度提升带来帮助，这种投放一般没有及时的效果，但长期来看对于品牌力有着深层次帮助。
- 17-20年处在新媒体红利释放期时，平台流量投放效率极高，因此品牌只要相应灵活转型，均取得了积极的效果。但在疫情后品牌主们纷纷拥抱新营销方式后，竞争不断加剧，优质KOL头部化加速，相应的投放成本也水涨船高。因此基于实现差异化的品牌消费者认知的目的，头部品牌的投放也将相应逐步向品宣投放平衡。

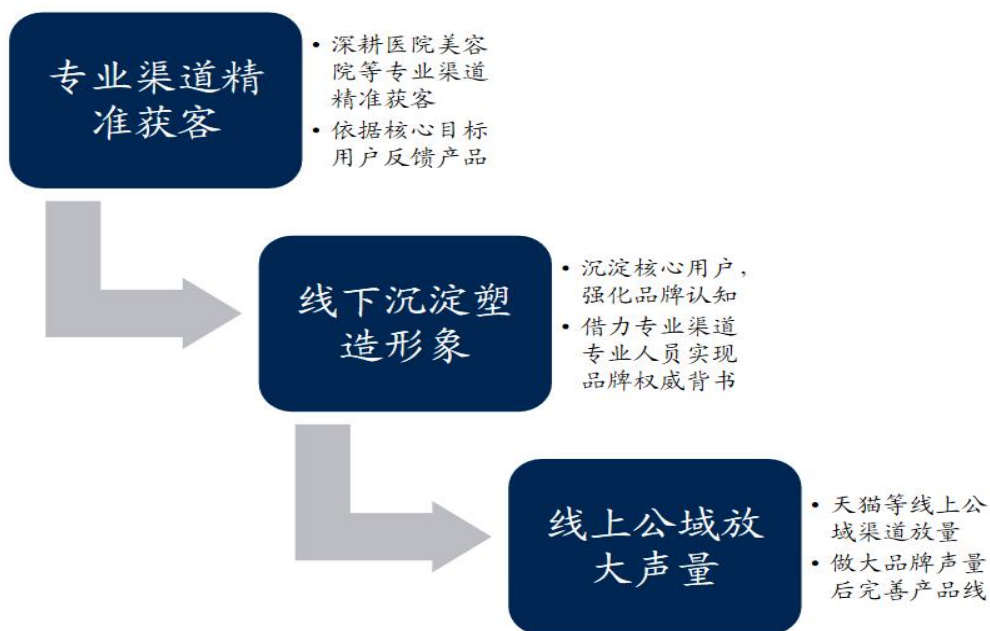
图26：化妆品投向的钟摆特征



3.2 投放趋势：渠道端，从品牌力提升角度重新审视线下渠道价值

- 虽然自20年遭受疫情的冲击以来，线下业态持续承压难度较大，但是在精准获客、服务式营销以及建立用户粘性方面依旧具有重要作用。不过随着消费者习惯的改变，品牌经营线下需要从简单的开店铺货到用户的精耕细作，利用好线下渠道实现私域流量的获取和运营。
- 从贝泰妮的线下渠道运营来看，**线下渠道虽然不是公司主要的销售来源，但是公司打下品牌力的根基。**公司借助药企的渠道基础进入线下医院及药房专业渠道深耕，并在此过程中依托专业核心用户的反馈反复打磨产品，做实公司的口碑和品牌力；最后才是通过电商等公域的渠道和营销将已有的品牌力进行传播放大，最终实现量价齐升。而在后续业务的开展上，公司也将继基于此方法论复制，从而保证多品牌和多品类成功率。

图27：线下渠道成为企业差异化运营的关键



资料来源：国信证券经济研究所整理

4.1多品牌矩阵：多品牌多品类发展打开企业长期空间

■ 在当前多数国货美妆企业品牌运营已经较为成熟的背景下，多品牌的布局对于企业未来的持续成长显得越发重要。本土品牌多家化妆品企业在上市后，通过内生外延，目前其多品牌布局初现雏形，随着新品牌布局的完善，也将为企业创造第二增长来源点，打开中长期发展想象空间。

表4：本土化妆品多品牌之路（上）

发展阶段	品牌	旗下品类	年龄	定位	渠道	品牌理念
贝泰妮						
成熟品牌	薇诺娜	功效护肤品	全年龄段	敏感肌护肤	全渠道覆盖	薇诺娜功效性护肤品，专为敏感肌肤研发。
快速发展	薇诺娜宝贝	婴幼儿皮肤护理	0-12岁	婴幼儿皮肤护理	全渠道覆盖	0-2岁，2-12岁针对性分阶护理；国内首家0-12岁临床测试数据支持，婴幼儿肌肤功效性护理品牌。
发展初期	beauty answers	精准修护护肤品	较为成熟	精准修护	院线、美容院	洞察专业美容项目全程的肌肤需求，从根源破解修护肌密。
珀莱雅						
成熟品牌	珀莱雅	护肤品为主	全年龄段	大众	全渠道覆盖	海洋护肤，专注海洋护肤研究
快速发展	彩棠	彩妆为主	年轻化群体	平价	全渠道覆盖	追求“轻彩妆，会呼吸”的理念，打造“清透感”的时尚彩妆品牌
快速发展	原色波塔	彩妆为主	年轻化群体	平价	全渠道覆盖	以天然玫瑰花精华为基底，打造甜美恋爱系自然彩妆
发展阶段	优资莱	护肤品、彩妆和洗护等	较为成熟	平价	单品牌店和电商为主	茶养护肤，为消费者提供有效能的查元素护肤产品
	悦芙媿	护肤品、彩妆等	年轻化群体	平价	单品牌店和电商为主	针对年轻肌肤、为年轻人带来轻松快乐的美妆方式
	韩雅	药妆为主	较为成熟	大众	日化专营店、商超和电商为主	为中国女性提供针对性的肌肤解决方案
	科瑞肤	功效护肤品	全年龄段	中高端	电商为主	立足皮肤科学，添加多种功效成分协同针对性护肤
丸美股份						
成熟品牌	丸美	护肤品为主	较为成熟	大众中高端	电商、日化专营店及百货专柜	以眼部护理为特色的全方位护肤品品牌
调整阶段	春纪	护肤品为主	年轻化群体	平价	电商、日化专营店及商超	天然食材养肤为理念的大众护肤品品牌
快速发展	恋火	彩妆	年轻化群体	大众	电商和日化专营店	自信时尚的彩妆品牌

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

4.2 多品牌趋势：多品牌多产品发展打开企业长期空间



表5：本土化妆品多品牌之路（下）

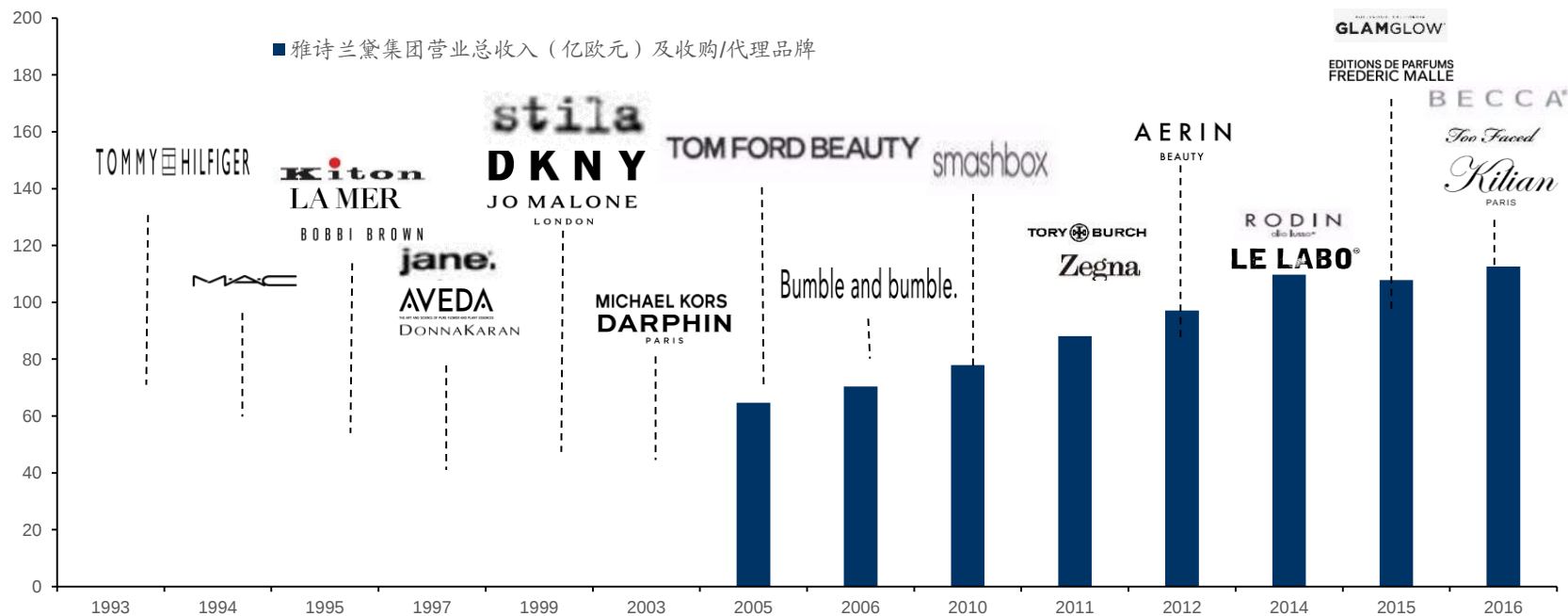
发展阶段	品牌	旗下品类	年龄	定位	渠道	品牌理念
上海家化						
成熟品牌	六神	香氛洗护	全年龄段	平价	商超、电商	主打花露水，功能性理性诉求较强的本土肌肤护理品牌
调整阶段	佰草集	中高端护肤品	全年龄段	中高端	商场专柜、平安特渠、电商等	中草药护肤理念，专研中国女性肤质，探索更安心更卓效的中草药活性成分。
调整阶段	汤美星	婴幼儿喂哺类	婴幼儿	高端	母婴店、电商等	产品横跨喂哺、安抚和清洁三大核心品类，并在新生儿喂哺、幼儿喂哺、喂哺辅助用品等细分市场都有优异表现。
快速发展	美加净	手部和眼部护肤品	全年龄段	平价	商超、电商	甄选天然植物和美养食材，辅以现代提炼工艺，将东方的本真之美赋予每一位大众女性。
快速发展	高夫	男士护肤	男士	大众	百货、商超、电商	中国化妆品市场上第一个男士护肤品牌，持续引领男士护肤新潮流。
调整阶段	家安	家居护理类产品	家庭	大众	商超、电商	专注于家居清洁护理领域的科创品牌。
快速发展	启初	婴幼儿皮肤护理	婴幼儿	平价	商超、母婴店、电商	秉承“取自然之初，育生命之初”的品牌理念，针对中国婴儿身体发肤特性进行临床研究。
快速发展	玉泽	针对敏感性皮肤的护肤品	敏感性肌肤	大众	药店、日化专营店	提供皮肤科学护肤解决方案，还原肌肤如玉光泽。
调整阶段	双妹	本土高端美妆品牌		高端	百货	以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注于香氛护肤、彩妆香水等，集经典、奢雅、精致、东西合璧于一身。
快速发展	典萃	护肤品	较为年轻化	大众	主要拓展日化专营店和电商	凝聚国际前沿科研及25年本草研究成果突破性地将高机能成分与珍贵植萃有效融合为中国女性，精准配比成分和浓度以科研驱动卓效。
水羊股份						
成熟品牌	御泥坊	功效护肤品	全年龄段	大众	全渠道覆盖	凝萃古今，御美有方；承袭了源于盛唐皇家的九道水飞法，打造适合东方女性的护肤品。
快速发展	小迷糊	护肤品	年轻化群体	平价	电商为主	有趣、个性、时尚。
华熙生物						
成熟品牌	润百颜	功效护肤品	全年龄段	大众中高端	全渠道覆盖	玻尿酸护肤
	夸迪	功效护肤品	较为成熟	大众中高端	全渠道覆盖，着重高端院线	致力于冻龄、抗初老的高端院线品牌，核心科技组分5D玻尿酸①+CT50②。
快速发展	米蓓尔	功效护肤品		大众	全渠道覆盖	以“分级修护·量肤定制”产品理念为基础，结合华熙生物前沿科技，帮助改善肌肤敏感，助力打造健康活力新肌。
	BM-肌活	功效护肤品	全年龄段	大众	全渠道覆盖	针对成分党的功效型护肤品牌，聚焦肌底液，专瓶专效，倡导“透皮好吸收”的护肤理念。

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

4.3多品牌布局：国际知名美妆企业均为多品牌集团

- 参考国际化妆品集团几乎均为多品牌多品类布局。通过多品牌规模化发展，使在产品开发、渠道议价和营销资源上协同效应明显，保障了企业的长期增长确定性，也是其获得估值溢价的重要来源。

图28：雅诗兰黛、欧莱雅集团收购/代理品牌历程



4.3 多品牌布局：国际知名美妆企业均为多品牌集团

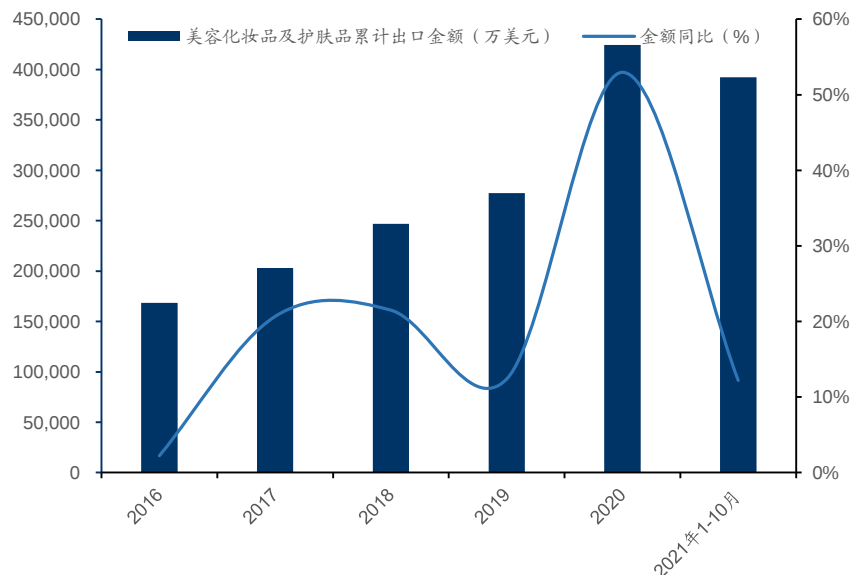
图29：欧莱雅集团收购/代理品牌历程



4.4 国货出海的可能性，告别“内卷”走向星辰大海

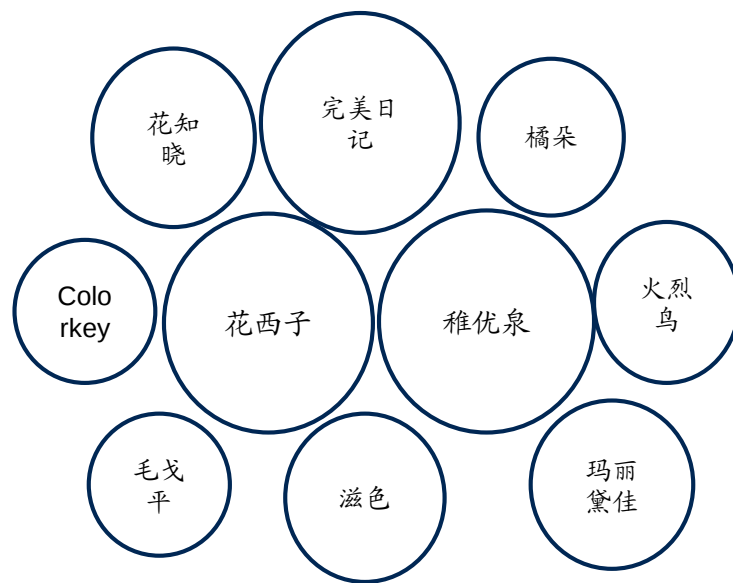
- 近两年，国货美妆出海提速。据海关总署数据，2020年国货美妆出海爆发，美容化妆品及护肤品累计出口数量99.90万吨，同比增长375.46%，出口金额42.44亿美元，同比增长52.97%；今年虽然受到运费提升等不利因素，但1-10月出口金额39.23万亿美元，同比仍+12.20%。2020年国货美妆借助中国风、高性价比加速出海，天猫淘宝海外2020年双11国货美妆出海增长超10倍。
- 1) 从品类来看，据《2021美妆行业趋势洞察报告》，出海品类热门TOP3分别为口红、眼影、和腮红，此外睫毛膏、粉饼也日渐增长；国货美妆热门出海品牌主要有花西子、完美日记、稚优泉、毛戈平等；2) 从区域来看，国货美妆出海首战更多聚集在东南亚和日本两地，相关区域的消费水平以及文化较国内相近，产品本地化难度也相对更低。

图30：美容化妆品及护肤品累计出口金额及增长情况



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图31：出海热门新锐品牌



资料来源：《2021美妆行业趋势洞察报告》、国信证券经济研究所整理

4.4 依托平台实现顺势扩张，外延打开发展空间

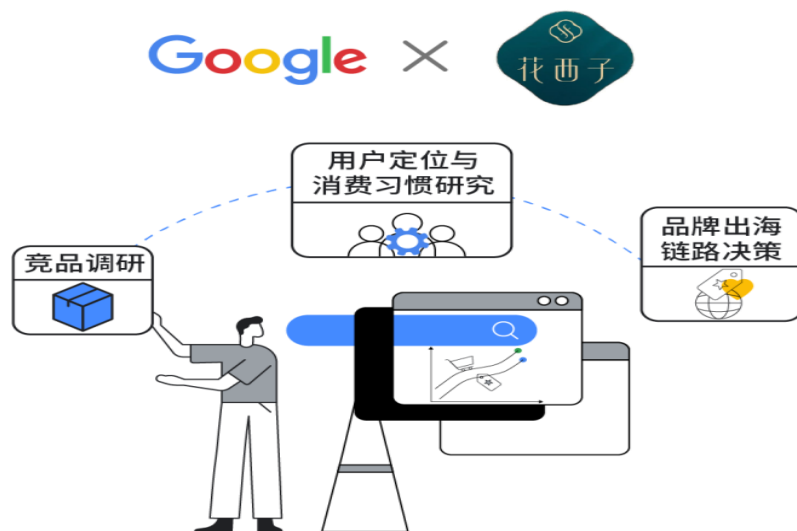
- 目前国货出海主要基于两种方式：或是依托平台及渠道资源实现品牌输出，或是通过收购海外品牌实现布局
- 国货美妆依托平台扬帆出海。国货品牌通过借助当地具备一定资源优势的渠道商合作能够实现品牌的快速布局。特别是在国货出海的主要阵地东南亚，随着当地电商产业的快速发展，通过天猫淘宝海外、Lazada、亚马逊等电商平台的布局，并依托自身本就较为成熟线上运营经验，国货品牌实现了快速发展。
- 通过海外并购实现出海。不少本土品牌在登陆资本市场后也将出海与外延并购结合。如完美日记母公司逸仙电商通过收购大牌进一步发展海外市场，2020年10月收购皮尔法伯旗下高端美妆品牌科兰黎，2021年3月收购高端护肤品牌Eve Lom；上海家化也在持续借助跨境电商平台发力的同时，通过海外合作实现了快速布局。

图32：上海家化产品出海



资料来源：上海家化官方公众号、国信证券经济研究所整理

图33：花西子联合GOOGLE做日本本土化，助力产品出海



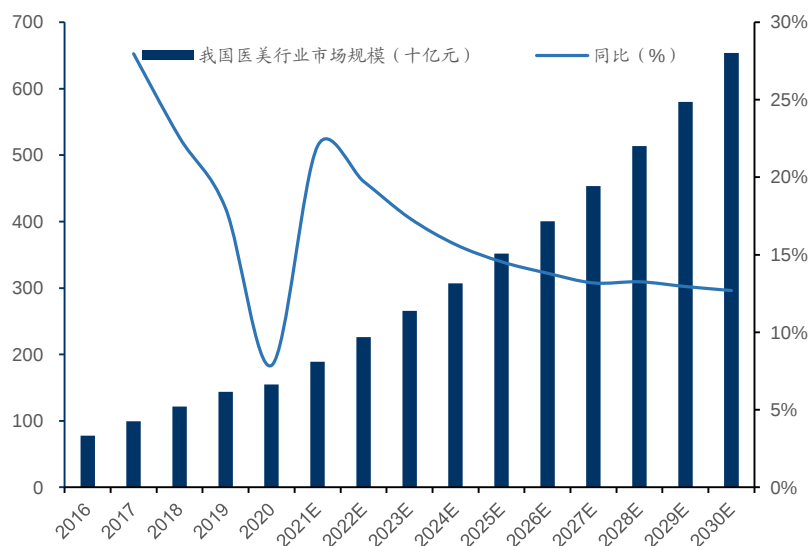
资料来源：花西子官网、国信证券经济研究所整理

三、22年医美行业展望：监管趋严促进良性发展，行业出清利好合规龙头

1. 医美行业展望一：市场兼具高成长性和广阔发展空间

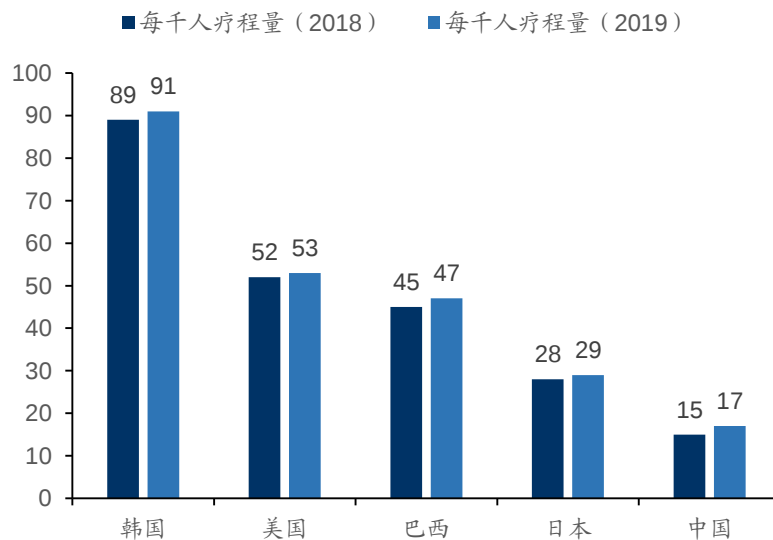
- 整体来看医美行业兼具高成长性和广阔发展空间。据Frost & Sullivan数据，2020年中国医美行业市场规模达到1549亿元，相对于2016年复合增长率达到18.9%，预计2025年市场规模有望达到3519亿元。且从年龄结构来看，根据Frost & Sullivan数据，医美消费人群主要集中在20-35岁的年轻消费者，20年20-35岁消费者占比约76%，未来随着这部分人群的需求成长和消费升级有望为行业单价水平的持续提升带来支撑；
- 对标成熟市场，渗透率提升空间大：据Frost & Sullivan数据，我国医美渗透率显著低于韩、美国、巴西和日本，约为韩国的1/5，不及美国1/3，医美行业在我国尚处于前期快速发展阶段，对标成熟市场，渗透率提升空间显著。

图34：中国医美行业市场规模及增速（十亿元、%）



资料来源：Frost & Sullivan、爱美客H股招股书、国信证券经济研究所整理

图35：主要国家每千人疗程量

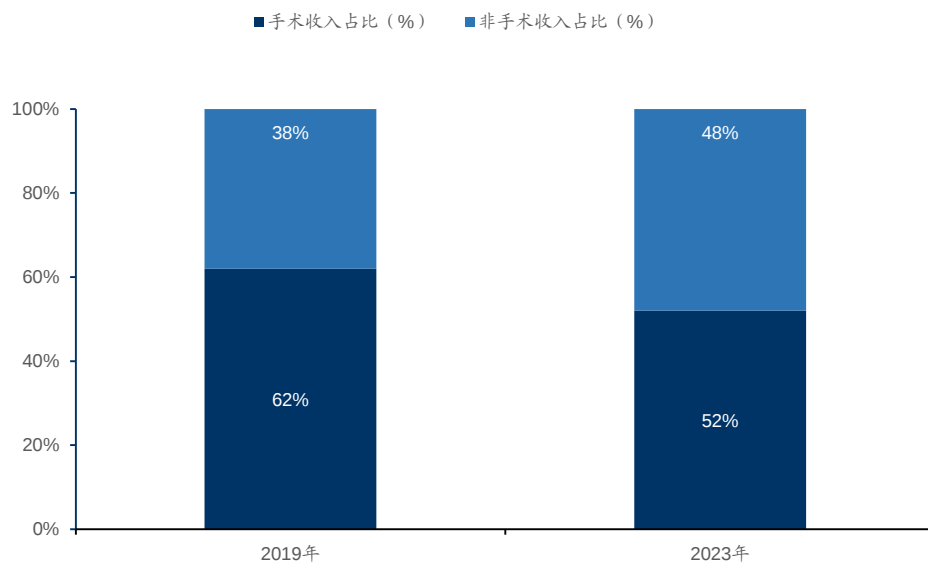


资料来源：Frost & Sullivan、爱美客H股招股书、国信证券经济研究所整理

1. 医美行业展望一：轻医美成为布局主流

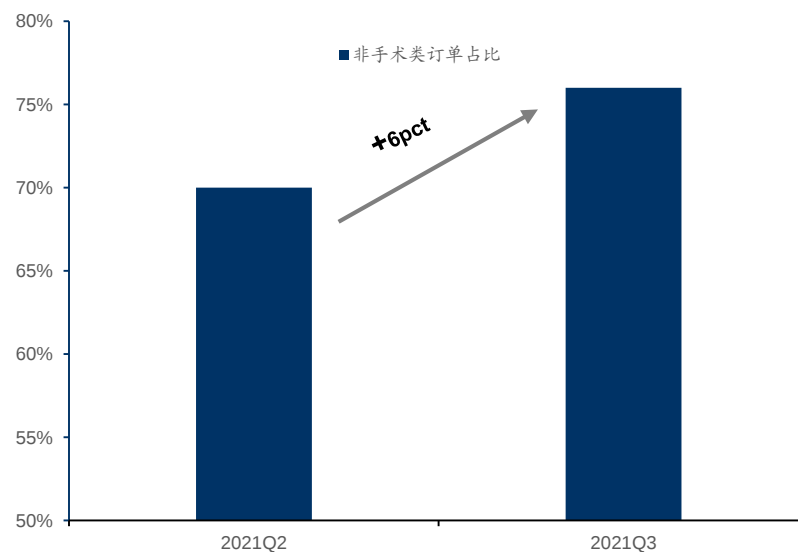
■ **轻医美占比持续提升：**轻医美由于治疗时间短、微创等特点广受欢迎，是医美人群入圈首选。因而轻医美的发展也有助于行业的持续获客引流，并帮助终端机构实现相对轻资产的快速复制扩张。据艾瑞咨询预计，2023年轻医美收入占比将提升至48%，2019年该比例为38%；该趋势也反映在平台端，据新氧财报，新氧平台非手术类占比从今年Q2的70%提升到Q3的76%。

图36：非手术规模占比将持续提高



数据来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图37：新氧非手术类订单占比提升



数据来源：新氧财报、国信证券经济研究所整理

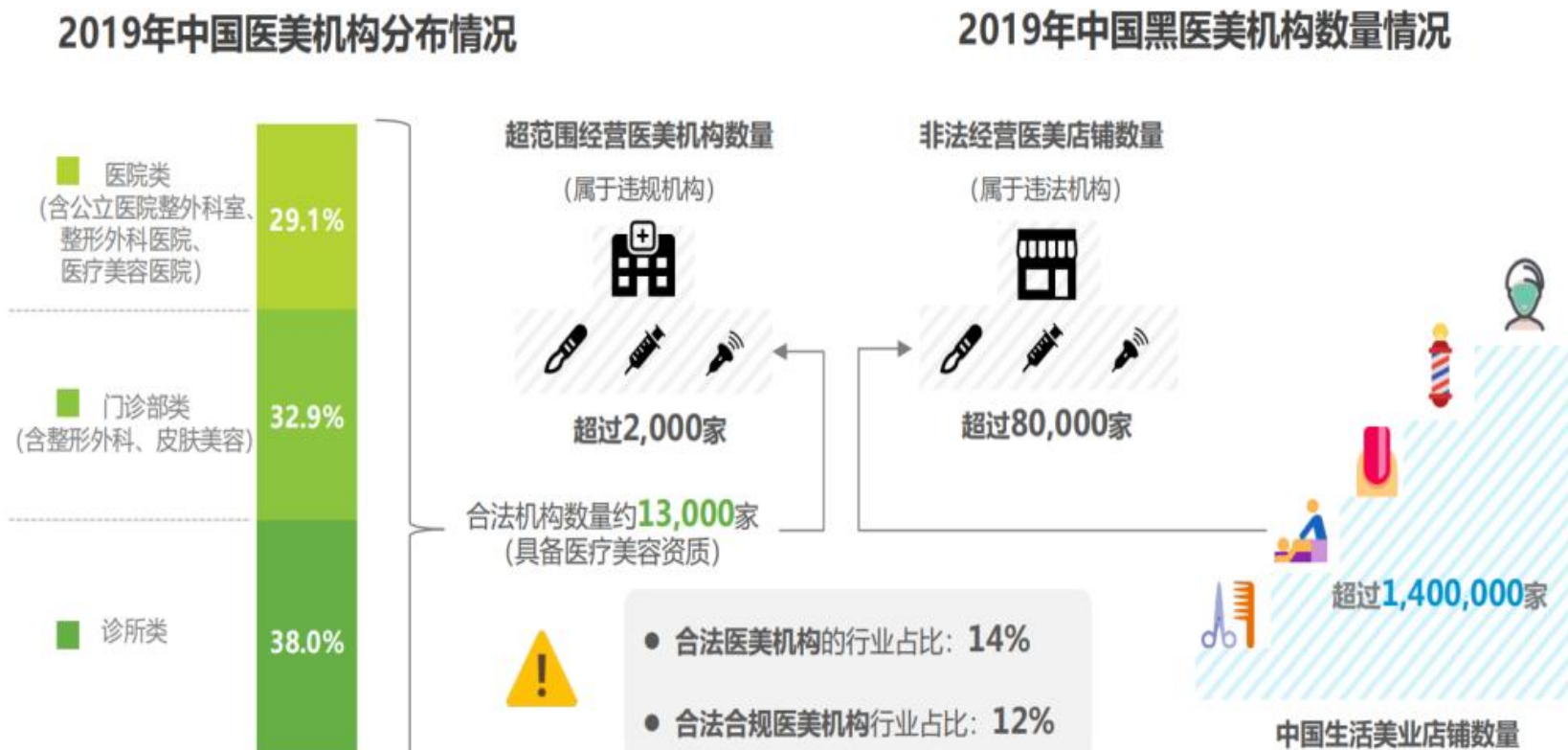
1. 医美行业展望二：监管趋严为合规企业发展提供良好土壤



- 伴随今年以来市场监管趋严，市场中的不合规企业有望加速出清，也将加速产业链龙头集中度提升，长期来看合规医美市场发展空间依旧广阔。
- **行业监管进一步趋严，强监管有望肃清行业环境。**据2019年数据统计，中国具有医疗美容资质的机构约为1.3万家，其中医院类占29.1%、门诊部类占32.9%、诊所类占38.0%，不同等级的机构有相应的监管经营范围，而合法合规开展医美项目的机构仅占行业的12%，甚至在合法的机构中依旧存在15%的机构超出经营范围，如诊所做双眼皮手术、门诊部做抽脂手术等违规行为。
- 在操作方面，医美机构仍存在大量操作不规范的现象，在医生方面，医美行业非法从业者数量达十万以上，合法医师仅占行业的28%，正规医师缺口巨大，根据中整协统计仅通过非法培训机构短期速成的“无证行医”从业者人数至少在10万以上。
- 在此背景下医美行业监管进一步加强，但监管更多是打击非法医美，初心在于为民众创造一个健康的消费环境，减少黑医美事件带来的舆论影响，也从而为合规医美企业创造更好的运营土壤。

1. 医美行业展望二：监管趋严为合规企业发展提供良好土壤

图38：2019年中国医美机构



1. 医美行业展望三：资本化进程加速，产业链各环节企业乘势扩张



■ 总结来看，近年来医美板块企业上市资本化进程加速

- 1) 对于医美上游企业而言，资本化首先在管线研发上有助于企业加大研发资金的投入，以及通过收并购切入新的管线业务，其次在人才吸引上能够更好的绑定研发以及渠道的骨干成员；
- 2) 对于下游医美机构而言，目前市场竞争激烈，集中度较低，且获客成本依旧较高，资本化将为企业的连锁扩张带来资金支持。强化营销投入提升品牌认知度，并通过股权方式绑定相对稀缺的医生人才资源；
- 整体来看，优质标的的积极上市，也将帮助行业形成积极的板块效应，随着未来潜在的优质标的陆续上市，也将有助于提升板块的整体市场关注度。

图39：医美产业链梳理及相关上市标的（不含拟收购医美业务的标的）

证券简称	上市地	证券简称	上市地	证券简称	上市地	证券简称	上市地	证券简称	上市地	证券简称	上市地
华熙生物	A股	爱美客	A股	华东医药	A股	朗姿股份	A股	瑞丽医美	港股	新氧	美股
鲁商发展	A股	华熙生物	A股	复锐医疗科技	港股	奥园美谷	A股	医思健康	港股	美团	港股
昊海生科	A股	昊海生科	港股	四环医药	港股	华韩整形	新三板	医美国际	美股	阿里	港股
		奥园美谷	A股			雍禾医疗	港股				

注射类毛利率90%左右

光电医美器械50%-60%；注射类医美产品90%左右

毛利率 50%-65%

原料生产供应

产品研发生产

医疗美容机构

获客服务平台

竞争壁垒较高，率先获批准证的企业具备较为明显的先发优势，同时市场集中度和企业盈利能力较强。

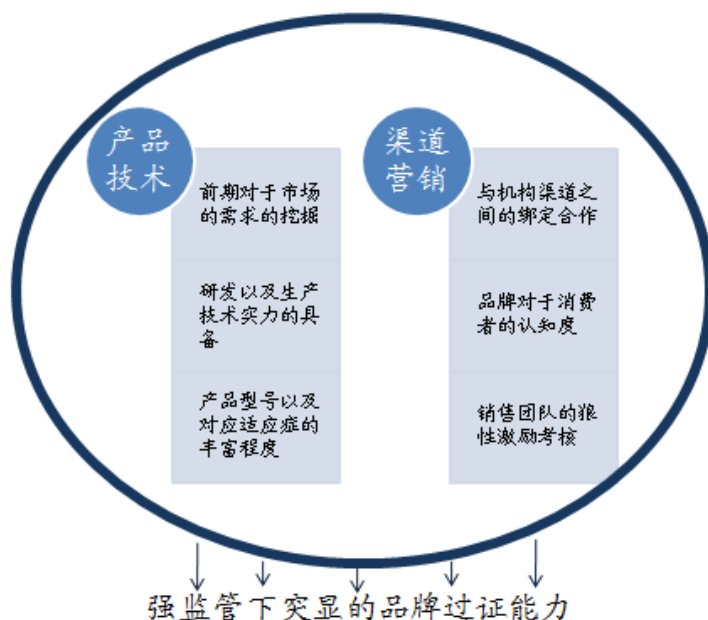
市场竞争激烈，集中度较低，且获客成本依旧较高，暂未形成全国性稳定盈利的连锁龙头，区域龙头趋势逐步显现

增强了消费者教育和降低了机构的获客成本，但单纯的导流并不具备足够的竞争壁垒，容易被拥有更大流量和资金实力的对手所模仿；审核、把关压力和成本投入较大。

2.1企业发展壁垒—上游：研发+产品力打牢根基，营销能力开拓市场

- 长期来看，上游龙头企业在基本面上打开新的成长空间，核心在于两点：一是**产品端的多元突破**，包括差异化布局及产品矩阵的打造，其中外延并购会是企业发展稳定后实现突破的关键战略；二是**渠道的深度绑定**，尤其当前随着政策加大对于非法医美的执法力度，渠道加速出清期，头部合规医美机构的市占率有望稳步提升，医美产品方需进一步强化与合规头部医美机构合作，通过强强联合，实现稳定健康的销售增长并提升市场竞争力。

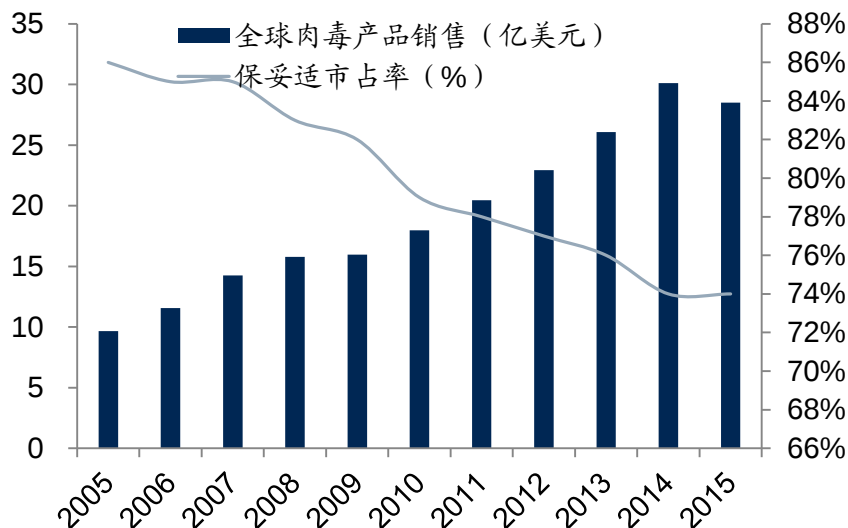
图40：医美上游公司的竞争要素总结



2.2企业发展壁垒—上游：产品管线丰富度，研发及获证

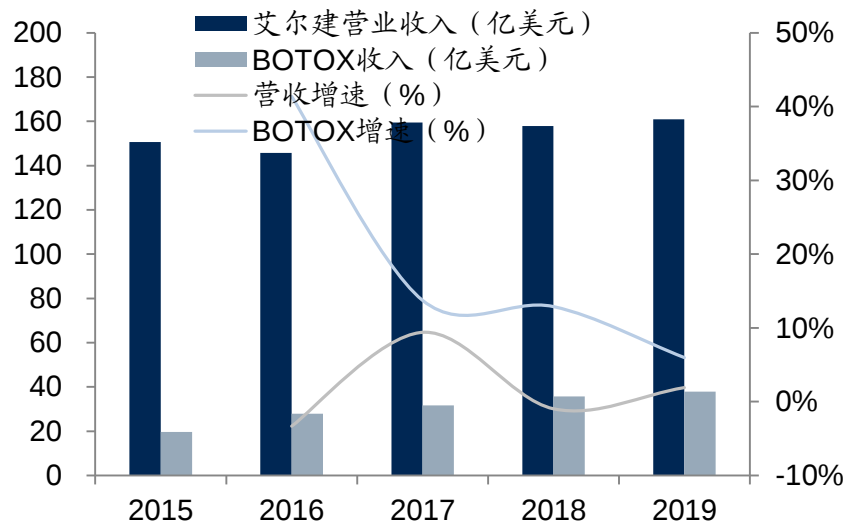
- 医美市场中，生物医用材料形成的医疗器械产品，多属于三类医疗器械产品，同时注射用肉毒毒素产品属于生物制品。以上产品从实验室研究至上市销售一般要经历实验室研究、动物实验、注册试验、临床试验和注册申报等多个复杂环节，一般耗时3-5年不等，甚至更长。
- 对于上游企业而言，研发及获证能力首先能够保证企业拥有合规的产品供应。而更重要在于，医美是一个存在先发优势的市场，若企业率先推出独家合规产品，在市场教育的基础上有望充分占领消费者心智，能够有效实现销售快速放量及较长的产品生命周期。艾尔建肉毒产品BOTOX于2002年获美国FDA批准用于改善中度至重度的皱眉纹，至今该产品仍然具备强劲的竞争力，据邵逸夫医院肉毒毒素中心，2005年保妥适占据全球肉毒市场86%的份额，此后随着竞品增多有所下降，但至2015年仍然拥有74%的市场份额。

图41：全球肉毒产品市场规模及保妥适市占率（亿美元、%）



资料来源：邵逸夫医院肉毒毒素中心、更美App消费者中心、国信证券经济研究整理

图42：全球肉毒产品市场规模及保妥适市占率（亿美元、%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究整理

2.3企业发展壁垒—上游：产品管线丰富度，资本化助力外延并购

- 未来来看，1) 终端医美需求多元，各细分赛道均有可获取的市场空间，企业拥有丰富的产品管线，首先意味着可经营的赛道更为丰富，有利于做大体量规模；2) 目前医美消费往往是以产品组合的形式出现，比如水光针+肉毒、玻尿酸+肉毒、玻尿酸联合光电等。若医美企业拥有较为丰富的产品线，联合使用的情况下有利于进一步强化品牌认知；3) 未来医美赛道的竞争将日趋激烈，企业单产品的生命周期存在缩短的风险，丰富的管线则在一定程度上可抵御市场竞争风险，提升企业的综合竞争力。
- 从国际经验看，除内生研发外，外延并购也是企业打开长期成长空间的关键，尤其是打开多元产品矩阵，如自注射填充进行光电医美领域等，相对而言上新周期较短。回顾艾尔建发展历程，其以收购肉毒产品保妥适（BOTOX）起家，逐步建立了从手术外科、填充注射到光电皮肤类完善的医美产品矩阵。

图43：艾尔建医美业务收并购历程



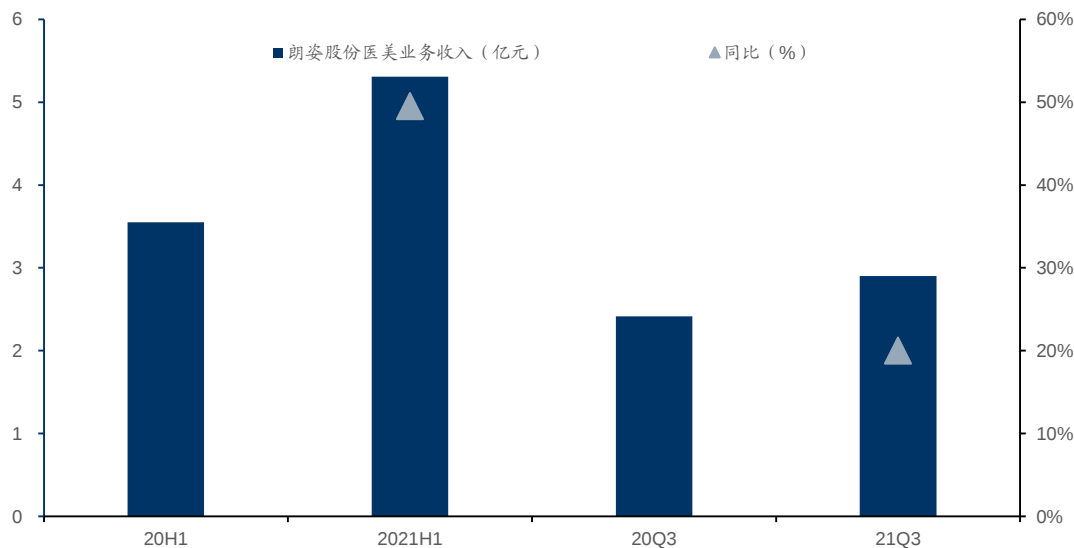
2.4企业发展壁垒—上游：渠道绑定及营销推广

- 对于医美上游厂商而言，由于医美的实际消费行为发生在医疗美容机构，所以经营的主要是一份面向B端的生意，包括对于医美机构的销售以及对于医生的培训及绑定具体来看，从医美机构及医生的实际需求出发，医美上游厂商的营销推广能力的构成要素主要包括：
 - **1) 合理的定价：**产品安全性和功效类似的情况下，毛利空间较大的产品对于医美机构更具吸引力。当然定价是否合理需要结合竞品的情况看，总体上可以反映企业对于整体医美市场的理解力。
 - **2) 医生培训和教育：**首先，上游产品方需开展学术培训等方式进行产品推广，介绍产品的特点、适用范围、临床使用方法和效果等，这是保障医美安全性和疗效的核心。此外，医生的建议对消费决策具有一定引导作用，绑定优质医生资源有利于产品推广。
 - **3) 赋能医美机构的产品推广和终端销售：**营销获客支出是影响医美机构其盈利能力的重要变量，留住稳定优质的终端消费者是其重要需求。为此，医美上游厂商的营销能力还体现在深入研究医疗美容机构对终端消费者的销售环节，通过与机构共同制定营销方案，帮助其进行终端客户管理的方式，提高自身产品的竞争力等。

3.1企业发展壁垒—下游：监管政策落地，悲观情绪有望消化

- 探究医美机构端的投资策略，首先需正视行业合规资源不足的现状。据艾瑞咨询估算，2019年全国具备医疗美容经营资质的机构乐观估计下仅约1.3万家，1.3万家合规机构对应要求的医师数量在超10.70万人而2019年中国医美行业实际从业医师数量为3.83万名，供给缺口较为明显。
- 此外，当前医美市场呈现监管趋严特征，从医美产品到医美机构，从医美金融服务到医美广告，逐步形成系统化监管模式。在此背景下，相对年轻的中国医美市场的监管体系将逐步完善，合规运营成为行业发展关键要素。针对政策监管，短期阵痛不可避免，比如加大部分企业获取新客的难度，但同时更加凸显了机构内在的医疗服务水平、品牌口碑及会员运营能力，而这正是龙头合规机构近年来积极突破的方向，也是降低获客成本以提升利润率的关键要素。
- 从三季度情况来看，合规龙头企业反而有望迎来发展机遇，奥园美谷旗下连天美4月-9月净利润约4618万元；朗姿股份前三季度预期实现归母净利润1.47-1.65亿元，+194%~+230%。

图44：朗姿股份医美仍有高速增长

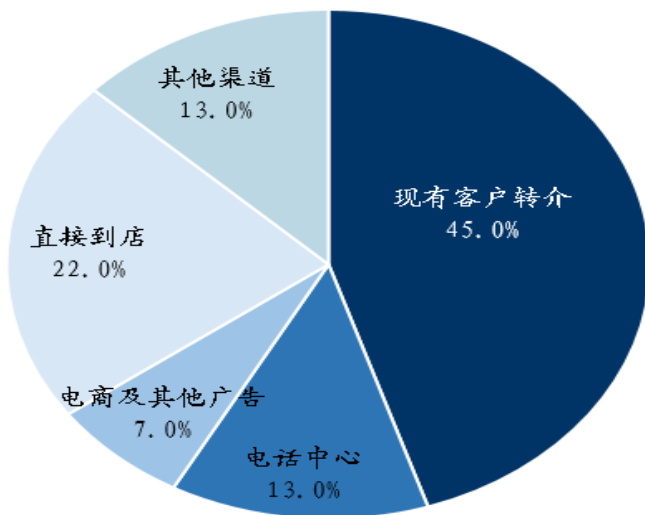


资料来源：公司公告、国信证券经济研究整理

3.2企业发展壁垒一下游：会员的深度运营及标准化的服务能力

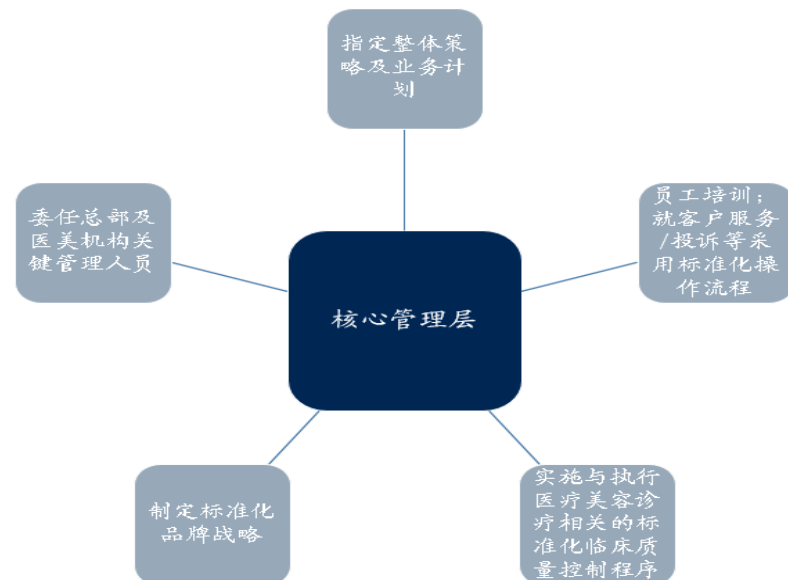
- **1) 会员运营能力**，一是可保证短期受政策监管影响较少，针对互联网获客监管强化，机构借助互联网渠道获客的难度将有所加大，老会员的运营能力更为凸显，但这本身也符合轻医美高复购的商业模式，对于头部医美机构而言也是提升获客效率，降低获客成本的一次契机从实际案例看，医思健康2021财年获客成本占收入的比重仅5.3%，这得益于其良好的会员运营及服务能力，例如其中国内地门店2020年新客来源中，45%来自老客户转介，仅7%来自电商平台。
- **2) 标准化问题的解决**。标准化包括两个维度：一是医美效果评价的标准化，而这受个人审美观念影响，医美机构较难去有效解决该问题带来的少量纠纷问题；二是**运营管理的标准化**，这一点主要体现在员工管理/培训、医疗质量管理、客户服务及数字化管理等中后台指标的标准化，以便在连锁扩张过程中进行复用，提升运营效率。

图45：医思健康内地门店2020年新客户来源分布（%）



资料来源：医思健康财报、国信证券经济研究整理

图46：瑞丽医美总部核心管理层统一负责事项



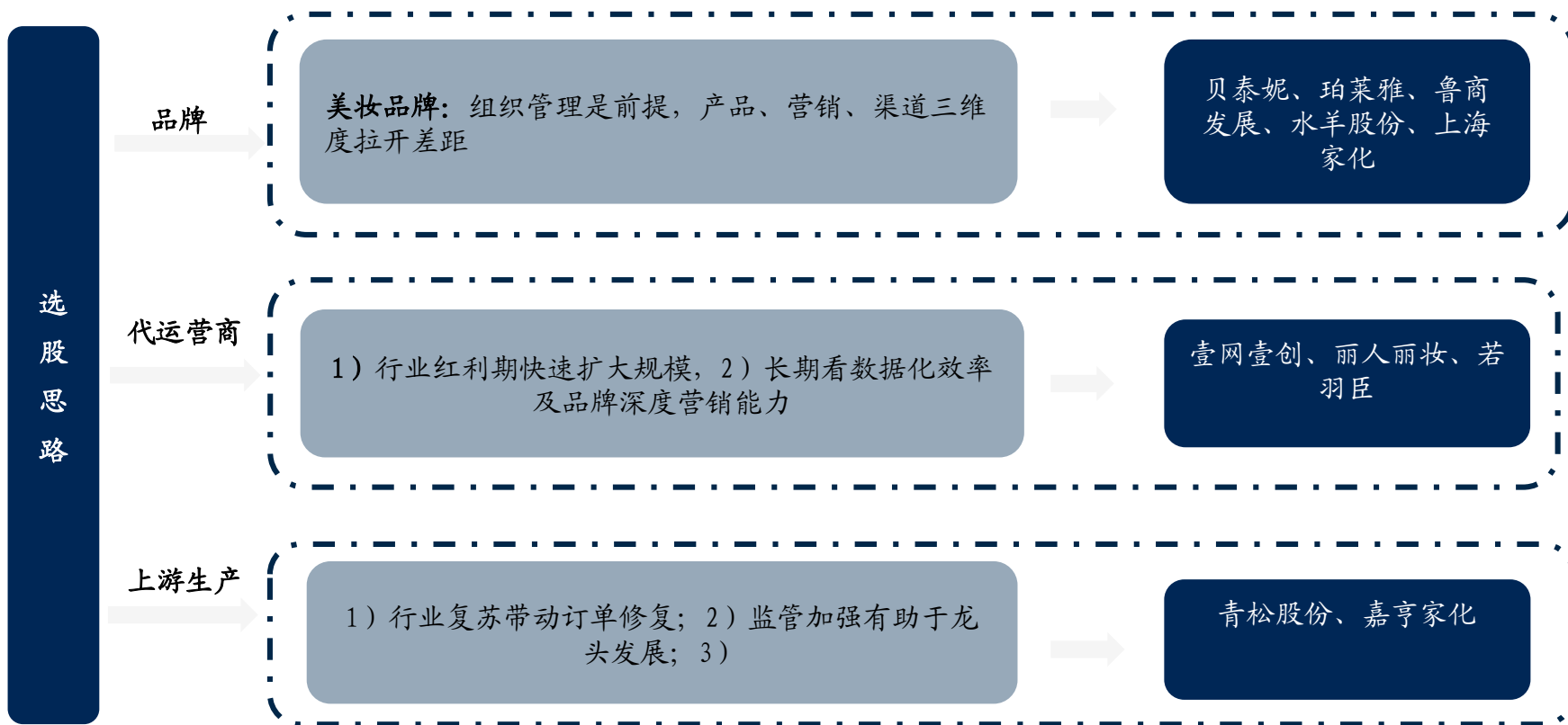
资料来源：瑞丽医美财报、国信证券经济研究整理

四、投资建议：回归行业本质，深耕品牌力量

1. 化妆品投资建议

■ 长期来看，美妆行业发展空间仍较大，但随着基数的提升以及流量红利的消减，行业将逐步回归理性，这一过程中，龙头公司通过深耕品牌力，有望受益未来产品壁垒提升及流趋势变迁下的集中度提升趋势，并通过多品牌多品类策略打造第二增长曲线，从而保证长期增长的稳定性。

图47：化妆品行业选股思路



1.1 化妆品板块重点公司投资建议



➤ 贝泰妮：功效护肤龙头优势突显，多品牌布局有望逐步落地

主品牌薇诺娜在新品开拓和产品升级下有望持续实现量价齐升，今年双11表现亮眼，长期有望持续受益行业需求爆发及龙头优势强化。同时伴随公司积极推进多品牌建设，母婴子品牌薇诺娜宝贝明后年有望通过电商布局实现加速成长。且公司外延战略仍将持续推进，未来如有合适标的公司仍会主动把握机遇运用多种资本手段推进外延落地，从而实现皮肤大健康生态圈的布局。维持公司21-23年EPS预测分别为1.97元/2.82元/3.79元/股，对应PE分别为106/74/55倍，维持“买入”评级。

➤ 珀莱雅：电商保持高速增长，产品升级效果突出

整体来看，公司今年在行业流量变局下，加大了明星单品打造和新品牌塑造以实现营收端的稳定快速发展，同时积极把握新电商平台的增量机遇，全年有望实现营收利润双20%以上的稳健增长。展望明年，新品牌的快速爆发将进一步强化集团化多品牌发展的预期，打开第二增长曲线，同时基于线上渠道深耕以及新媒体营销的灵活运用，电商有望持续增长。维持公司21-23年EPS为2.86/3.47/4.31元/股，对应PE为71/58/47倍，维持“买入”评级。

表6：贝泰妮盈利预测数据				
项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,636.49	3,987.76	5,629.49	7,497.50
(+/-%)	35.64%	51.25%	41.17%	33.18%
净利润(百万元)	543.51	833.94	1,192.93	1,605.05
(+/-%)	31.94%	53.44%	43.05%	34.55%
摊薄每股收益(元)	1.51	1.97	2.82	3.79
EBITMargin	26.12%	23.91%	24.08%	24.19%
净资产收益率(ROE)	45.33%	44.69%	42.29%	39.10%
市盈率(PE)	137.67	105.52	73.72	54.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表7：珀莱雅盈利预测数据				
项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3752.39	4702.78	5805.94	7103.44
(+/-%)	20.13%	25.33%	23.46%	22.35%
净利润(百万元)	476.01	575.19	699.06	867.34
(+/-%)	21.22%	20.83%	21.54%	24.07%
摊薄每股收益(元)	2.37	2.86	3.47	4.31
EBITMargin	17.34%	14.04%	13.77%	13.85%
净资产收益率(ROE)	19.90%	20.42%	20.96%	21.81%
市盈率(PE)	85.43	70.79	58.35	46.98

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

1.2 化妆品板块重点公司投资建议



➤ 上海家化：护肤品及电商业务表现优异，多品牌矩阵驱动迭代成长

公司今年首先产品端在梳理精简SKU后积极推进品类升级创新，护肤品类取得有质量的快速成长；其次渠道端虽然短期受海外疫情以及特渠影响，但数字化管理团队调整到位后，电商有望取得持续性高成长，未来随着公司积极发力抖快新平台，哟吴昂打开渠道增量；品牌端通过与天猫合作品牌孵化器项目，为未来持续多品牌外延提供储备。长期来看公司品牌矩阵深厚，机制理顺后中长期仍具业绩释放弹性。预计21-23年EPS为0.79/1.21/1.65元/股，对应PE为52/34/25倍，维持“买入”评级。

水羊股份：双主业驱动公司持续成长，业绩有望保持稳健增速

公司目前持续深化“四双战略”，以自主品牌为核心，自有品牌和代理品牌双业务驱动。品牌端积极上新，持续优化品类结构，并赋能优质代理品牌持续放量；渠道端加快兴趣电商布局，抖音服务商业务快速放量；同时通过数字化赋能提高管理效率，并且积极发力研发驱动产品创新。展望明年，公司有望通过品牌拓展和渠道多元化布局获得业绩持续增长以及盈利能力的进一步提升，我们维持公司21-23年EPS预期0.55/0.88/1.33元/股，对应PE30/19/12倍，维持“增持”评级。

表8：上海家化盈利预测数据

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,032.39	7,850.25	9,442.83	10,880.98
(+/-%)	-7.43%	11.63%	20.29%	15.23%
净利润(百万元)	430.20	534.31	818.58	1,115.93
(+/-%)	-22.78%	24.20%	53.20%	36.32%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.79	1.21	1.65
EBITMargin	7.31%	7.38%	9.68%	11.47%
净资产收益率(ROE)	6.62%	7.83%	11.20%	13.98%
市盈率(PE)	64.73	51.62	33.70	24.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表9：水羊股份盈利预测数据

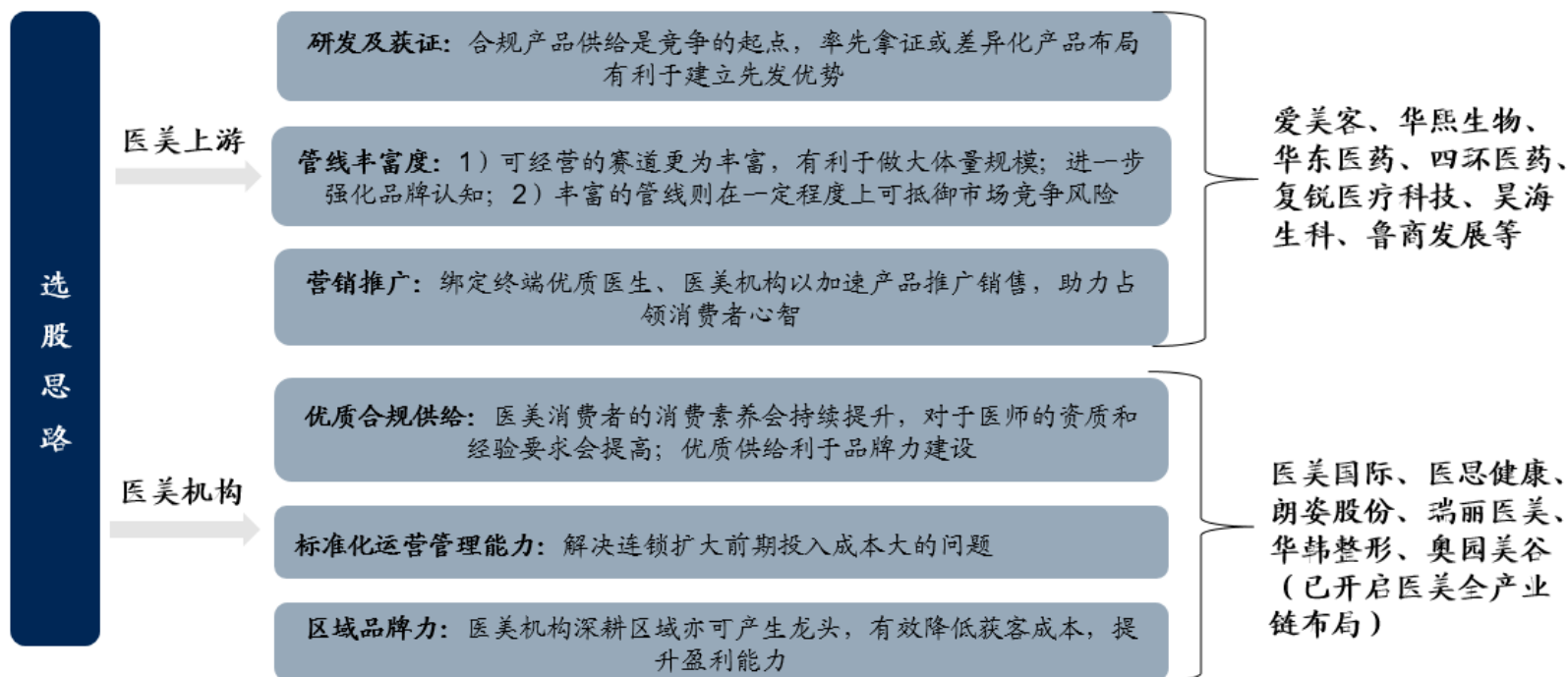
项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,155.38	6,613.90	8,053.42
(+/-%)	54.02%	38.77%	28.29%	21.77%
净利润(百万元)	140.27	227.91	361.76	546.98
(+/-%)	415.28%	62.47%	58.73%	51.20%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.55	0.88	1.33
EBITMargin	6.75%	4.73%	6.11%	7.61%
净资产收益率(ROE)	10.37%	14.84%	19.82%	24.17%
市盈率(PE)	48.18	29.78	18.61	12.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2.1 医美投资建议

- 整体来看，医美行业长期来看仍是兼具成长性及确定性溢价的优质赛道。一方面，受益消费升级和消费者消费理念强化下的渗透率加速提升，以及对应新渠道和新营销红利的不断释放，行业整体仍处于爆发式增长的初期，未来仍有较大且较确定的增长空间，景气度有望得到保障；另一方面，行业相对严格的准入标准和产品壁垒，使得切入其中的企业能够拥有良好的竞争环境，自身成长的确定性因此也相对较高。
- 重点关注上游产品龙头通过自研和外延拓展新品类业务，打开业务空间，并加强渠道建设，提升产品生命周期。以及医美机构端，通过进一步提升获客效率，并建立标准化复制扩张能力，以提升市场份额。

图48：医美行业选股思路



2.2 医美板块重点公司投资建议



➤ 爱美客：盈利能力持续提升，医美龙头价值凸显

国内轻医美注射类产品龙头，基于三大优势持续打造医美产品矩阵：1) 产品：嗨体系列市场竞争力持续强化，近两年仍有望维持高增长，再生材料新品“濡白天使”打开新的增量空间；2) 渠道及营销：把握医美消费需求，依托渠道机构教育能力和精准产品定位，新品快速放量；3) 外延打开业务新空间：拟参股韩国肉毒企业夯实长期发展。未来随着港股上市推进，未来有望在资本助力下加速扩充医美产品矩阵。维持公司 21-23 年EPS分别为4.34 /6.47 /9.19元/股，对应PE136/91/64倍，维持“买入”评级。

➤ 华熙生物：收入稳健高增，玻尿酸龙头持续拓展业务边界

公司作为HA全产业链龙头，持续推进各项业务发展，展望明年：1) 原料业务：有望进一步受益新食品原料打开需求空间；2) 医疗终端升级：聚焦润致品牌，新品有望逐步放量；3) 功能性护肤积极开展新兴渠道及品类拓展，未来仍具成长空间，夸迪和米蓓尔处于快速成长阶段；4) 功能性食品：处于发展初期，有望逐步贡献业绩增量。我们维持公司21-23年EPS预测分别为1.73元/2.30元/3.08元/股，对应PE分别为97 /73 /55倍，维持“增持”评级。

表10：爱美客盈利预测与财务指标

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	709.29	1,445.01	2,389.01	3,537.00
(+/-%)	27.18%	103.73%	65.33%	48.05%
净利润(百万元)	439.75	939.10	1398.86	1987.92
(+/-%)	43.93%	113.55%	48.96%	42.11%
摊薄每股收益(元)	3.66	4.34	6.47	9.19
EBITMargin	75.15%	65.78%	62.11%	60.45%
净资产收益率(ROE)	9.70%	17.61%	21.68%	24.72%
市盈率(PE)	160.90	135.69	91.02	64.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表11：华熙生物盈利预测数据

项目	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,632.73	3,992.80	5,639.04	7,485.26
(+/-%)	39.63%	51.66%	41.23%	32.74%
净利润(百万元)	645.84	828.05	1,101.96	1,478.74
(+/-%)	10.29%	28.21%	33.08%	34.19%
摊薄每股收益(元)	1.35	1.73	2.30	3.08
EBITMargin	32.21%	22.77%	22.35%	23.12%
净资产收益率(ROE)	12.87%	14.79%	17.30%	19.97%
市盈率(PE)	124.45	97.12	73.05	54.55

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：重点公司估值表



附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值（百万元）	EPS				PE			
			12-15	12-15	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300957	贝泰妮	买入	207.88	88,057.97	1.51	1.97	2.82	3.79	137.67	105.52	73.72	54.85
603605	珀莱雅	买入	202.47	40,698.49	2.37	2.86	3.47	4.31	85.43	70.79	58.35	46.98
600315	上海家化	买入	40.78	27,715.49	0.63	0.79	1.21	1.65	64.73	51.62	33.70	24.72
300740	水羊股份	增持	16.38	6,733.17	0.34	0.55	0.88	1.33	48.18	29.78	18.61	12.32
300896	爱美客	买入	588.88	127,410.08	3.66	4.34	6.47	9.19	160.90	135.69	91.02	64.08
688363	华熙生物	增持	168.01	80,644.80	1.35	1.73	2.30	3.08	124.45	97.12	73.05	54.55
000615	奥园美谷	暂无	11.61	9,069.50	-0.17	0.26	0.37	0.52	-68.29	44.65	31.38	22.33
002867	周大生	买入	17.97	19,699.13	1.39	1.39	1.23	1.51	1.79	12.93	14.61	11.90
1929.HK	周大福	暂无	14.16	141,600.00	0.60	0.70	0.83	0.95	23.60	20.23	17.06	14.91
600859	王府井	暂无	27.30	26,688.24	0.50	0.89	1.05	1.22	54.60	30.67	26.00	22.38
600827	百联股份	暂无	13.07	21,964.10	0.45	0.46	0.51	0.50	29.04	28.41	25.63	26.14

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测
 注：奥园美谷、周大福、王府井、百联股份为wind一致预测

五、风险提示

六、风险提示

- 品牌拓展不及预期
- 消费需求不及预期
- 消费者需求的快速切换
- 企业研发投入不足以支撑新产品开拓
- 流量去中心化背景下，新兴渠道运营能力可能不足

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。