

化妆品消费持续火热，品牌端业绩快速增长

——化妆品行业 2021 年半年报综述

强于大市 (维持)

2021 年 09 月 01 日

行业核心观点:

颜值时代下，中国化妆品市场需求快速增长，加之新兴渠道与营销手段的推广、多场景渗透率的提升，行业高景气度持续。而近年来国潮风起，国货品牌由于性价比高、产品设计感强、质量提升、营销力度大等因素，接受度大幅提升。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注积极拓展品牌和品类矩阵、注重多元化营销以及全渠道布局的 A 股化妆品公司。

投资要点:

行业总体情况: 颜值时代背景下，化妆品消费持续火热，2020 年疫情加速线下消费往线上转移。根据 Euromonitor 的数据显示，2020 年中国化妆品市场规模达到 5199 亿元，同比增长 7.2%，即便在疫情期间亦难挡颜值消费的热情。从统计局的口径来看，近年来限额以上企业化妆品零售额月度同比增速几乎全盘跑赢社零增速。分渠道看，2020 年电商渠道占比提升至 38%，重要性进一步增强。受抖音、快手等新型电商分流影响，淘系平台美妆 GMV 同比放缓，其中，美容护肤品类 2021 上半年内 GMV 同比+2.52%，彩妆类同比+7.41%。

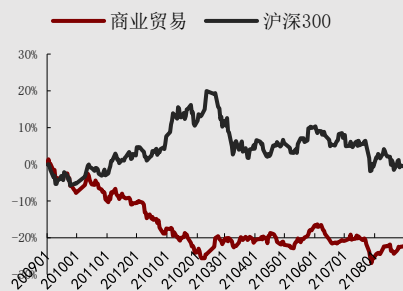
行情表现: 化妆品板块 1-6 月大幅跑赢大盘指数，多只个股涨幅较大。从 2021 年年初至 2021 年 6 月 30 日，化妆品板块上涨 55.68%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品表现超过所有其他板块，包括汽车 (+23.83%)、综合 (+23.62%)、银行 (+21.46%) 板块，大幅跑赢上证综指 52.28 个 pct。其中，品牌端的公司涨幅最大，华熙生物 (+89.76%)、上海家化 (+73.16%)、贝泰妮 (+67.14%)、拉芳家化 (+54.64%) 领涨。

财务表现: (1) **营收&净利润:** 2021H1，原料与代工板块业绩承压，品牌端不少公司如贝泰妮、华熙生物、水羊股份等业绩增长亮眼，丸美股份短期承压；(2) **毛利率&净利率:** 原料与代工板块的公司盈利能力有所下滑，代运营板块的壹网壹创与嘉亨家化由于客户合作模式的改变从而提升毛利率，品牌端的不少公司由于加大了营销力度从而使得销售费用率提升，净利率下滑；(3) **估值:** 原料、代工、代运营板块个股的估值较低，在 25 倍附近，而品牌端的个股估值较高。其中，华熙生物与贝泰妮的 PE 均为 106 倍，上海家化、珀莱雅的 PE 在 50 倍以上。

基金持仓情况: 部分个股受机构资金追捧。截止 2021H1，上海家化的机构持股比例最高，达 76.66%，水羊股份、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、青松股份均超 50%。其中，华熙生物 QFII 持股比例达 5.66%，但相较 2020 年末有所下滑。

风险因素: 疫情反复、行业竞争加剧、品牌品类拓展不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

市场监管总局发布《医疗美容广告执法指南(征求意见稿)》，数尔佳完成上市辅导
多家上市公司发布半年度业绩，7 月社零增速放缓
7 月社零增速有所回落，但不改消费恢复大趋势

分析师:

陈雯

执业证书编号:

S0270519060001

电话:

18665372087

邮箱:

chenwen@wlzq.com.cn

研究助理:

李滢

电话:

15521202580

邮箱:

liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业总体情况	3
1.1 行业数据：我国化妆品市场规模庞大且增速高，线下消费往线上转移	3
1.2 化妆品产业链：中游掌握定价权，品牌端利润率最高	6
2 行情表现	7
2.1 总体行情：化妆品板块 1-6 月上涨 55.68%，大幅跑赢大盘指数	7
2.2 分板块及个股行情：品牌端表现突出，华熙生物涨幅最大	8
3 财务表现	9
3.1 营收&净利润：原料与代工板块业绩承压，品牌端业绩恢复亮眼	9
3.2 毛利率&净利率：部分公司加大营销力度，净利率有所下滑	11
3.3 估值情况：品牌端个股估值较高，其余较低	12
4 基金持仓情况	13
5 投资建议	14
6 风险因素	14
图表 1：中国化妆品市场规模及同比增速	3
图表 2：限额以上企业化妆品零售额及同比增速	3
图表 3：世界主要国家化妆品市场规模增速对比	3
图表 4：世界主要国家化妆品人均消费额对比（美元）	3
图表 5：中国化妆品市场主要渠道占比	4
图表 6：淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV 及同比增速	4
图表 7：淘系平台近期美容护肤类 GMV 及同比增速	4
图表 8：淘系平台近期彩妆类 GMV 及同比增速	4
图表 9：2021 年 1-6 月国内化妆品上市/拟上市公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况	5
图表 10：2021 年 1-6 月国内化妆品非上市公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况	5
图表 11：2021 年 1-6 月国际化妆品公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况	5
图表 12：化妆品产业链上下游	6
图表 13：2021 年 1-6 月申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）	7
图表 14：2021 年 1-6 月化妆品板块个股涨跌幅情况	8
图表 15：2021H1 与 2021Q2 化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况	9
图表 16：近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况	10
图表 17：近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况	10
图表 18：2021H1 与 2021Q2 化妆品板块个股毛利率与净利率情况	11
图表 19：2021H1 化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况	12
图表 20：化妆品个股 2021 及 2022 年一致预测的 EPS 及对应 PE	12
图表 21：2021H1 与 2020 年末化妆品个股机构持股比例情况对比	13

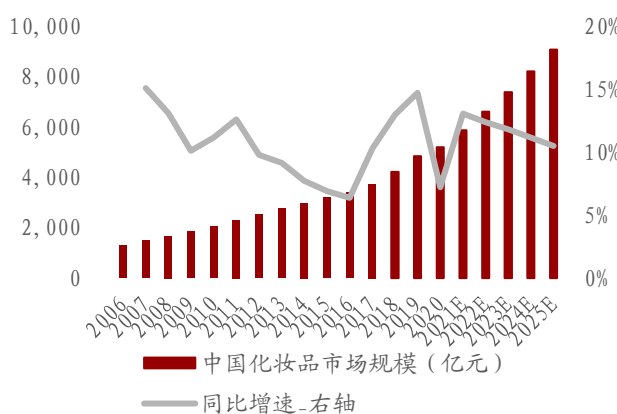
1 行业总体情况

1.1 行业数据：我国化妆品市场规模庞大且增速高，线下消费往线上转移

颜值消费热情高涨，中国化妆品行业延续高景气度。颜值时代背景下，化妆品消费持续火热。根据Euromonitor的数据显示，2020年中国化妆品市场规模达到5199亿元，同比增长7.2%，即使在疫情期间亦难挡颜值消费的热情，预计2025年化妆品市场规模将达到9076亿元，2021-2025年CAGR达到11.5%。从统计局的口径来看，近年来限额以上企业化妆品零售额月度同比增速几乎全盘跑赢社零增速。

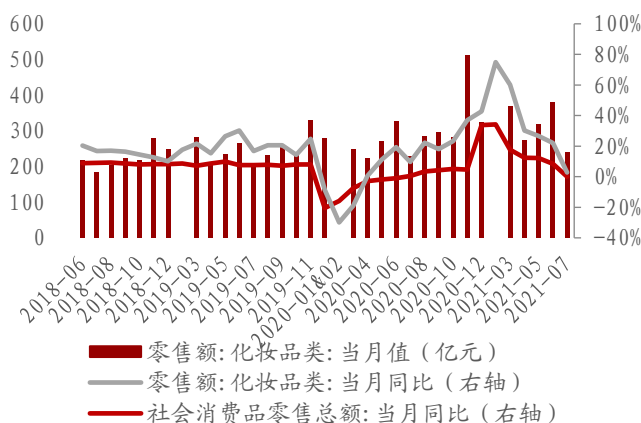
中国化妆品人均消费仍较低，对标世界发达国家有5倍发展空间。尽管中国化妆品市场规模庞大且增速超越美国、英国、日本等发达国家，但从人均消费角度而言，仍然有较大提升空间。根据Euromonitor的数据显示，2020年中国化妆品人均消费额为53.8美元，而美国/英国/日本/韩国的化妆品人均消费额为240-280美元，若以这些发达国家的化妆品人均消费额作为天花板，则中国化妆品市场仍有5倍的发展空间。

图表1：中国化妆品市场规模及同比增速



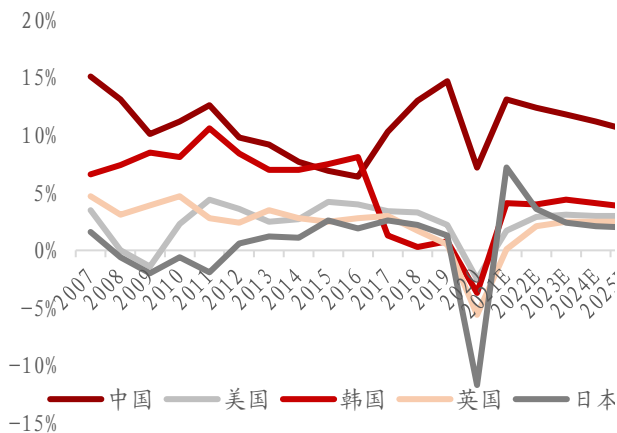
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表2：限额以上企业化妆品零售额及同比增速



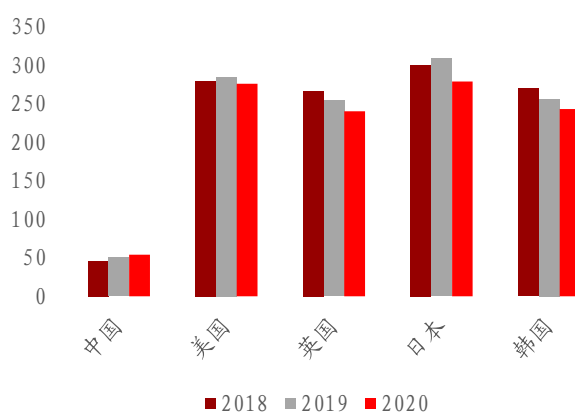
资料来源：Wind、万联证券研究所

图表3：世界主要国家化妆品市场规模增速对比



资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表4：世界主要国家化妆品人均消费额对比（美元）

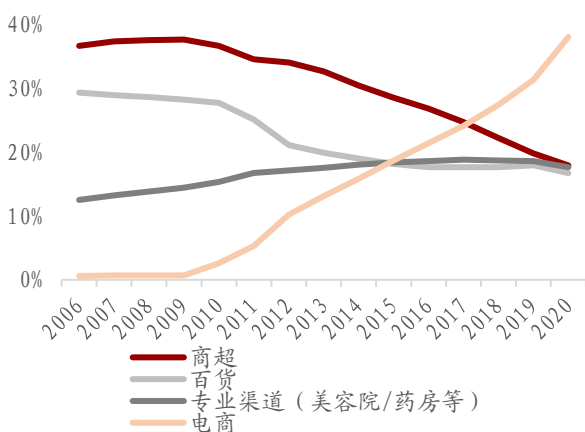


资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

线上化妆品消费火爆，线下百货商超渠道占比下滑。近年来得益于电商平台的快速发展、营销手法的多样化、成本相对线下较低以及物流送货到家的便利等因素，化妆品线上消费市场急剧膨胀，相比之下，线下市场则在萎缩退化，而2020年的疫情则是促使化妆品消费市场进一步从线下往线上转移。Euromonitor数据显示，我国化妆品市场电商渠道占比从2010年的2.6%快速提升至2020年的38%，成为占比最大的渠道。而线下商超/百货/专业渠道占比分别为17.9%/16.7%/17.6%。

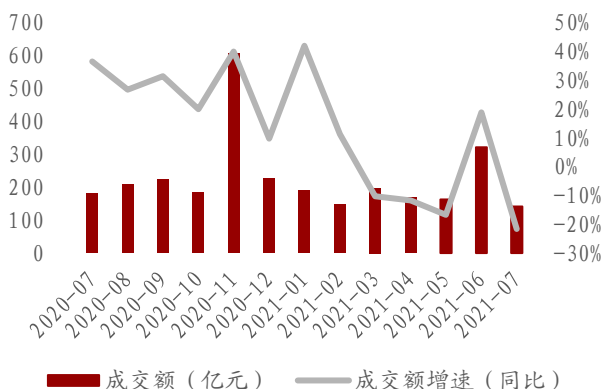
线上具体情况：受新型电商平台分流影响，淘系平台化妆品GMV同比放缓且出现下滑，彩妆增速高于护肤。从淘系平台数据口径来看，线上护肤与彩妆品类GMV在上半年里同比增速放缓，3-5月和7月为负增长，但从统计局的口径来看，限额以上化妆品零售额月度同比均呈现高增长，因而我们推断，淘系平台上化妆品GMV的下滑主要与抖音、快手等新型电商崛起分流有关，实际上化妆品消费热情并未受影响。分品类看，淘系平台护肤类在2021上半年的累计GMV同比2.52%，彩妆类同比+7.41%。

图表5：中国化妆品市场主要渠道占比



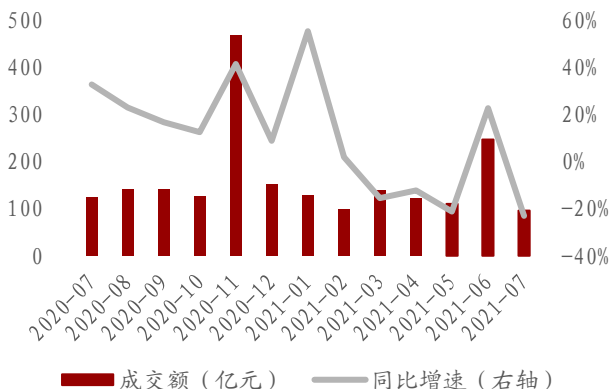
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表6：淘系平台近期化妆品（护肤+彩妆）GMV及同比增速



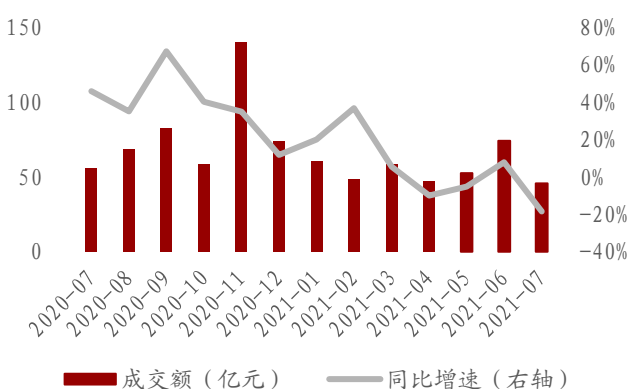
资料来源：淘数据、万联证券研究所

图表7：淘系平台近期美容护肤类GMV及同比增速



资料来源：淘数据、万联证券研究所

图表8：淘系平台近期彩妆类GMV及同比增速



资料来源：淘数据、万联证券研究所

品牌天猫旗舰店情况：珀莱雅、华熙生物、欧莱雅、雅诗兰黛旗下品牌表现亮眼。(1) 国内品牌：2021年1-6月，上市公司品牌中，珀莱雅旗下珀莱雅/彩棠天猫旗舰店GMV同比分别+58%/+495%；华熙生物旗下功能性护肤品牌润百颜/夸迪同比分别+135%/+597%；非上市公司主品牌中，花西子表现不俗。(2) 国际品牌：欧莱雅旗下欧莱雅/兰蔻、雅诗兰黛旗下雅诗兰黛/海蓝之谜、资生堂旗下资生堂同比快速增长。

图表9：2021年1-6月国内化妆品上市/拟上市公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况

公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比	环比	销量 (万件)	同比	环比	单价 (元)	同比	环比
珀莱雅	珀莱雅*	76462	58%	-16%	541	36%	-25%	141	16%	12%
	彩棠*	11410	495%	-26%	62	411%	-24%	184	16%	-4%
上海家化	玉泽	53698	13%	2%	271	33%	30%	198	-15%	-21%
	佰草集	11090	5%	-14%	48	8%	-10%	230	-3%	-4%
丸美	丸美	16133	-22%	-26%	66	-35%	-28%	243	21%	2%
水羊股份	御泥坊	28014	-3%	-50%	239	-11%	-55%	117	9%	10%
	小迷糊	10288	43%	5%	117	32%	8%	88	8%	-3%
贝泰妮	薇诺娜*	72542	30%	-45%	390	3%	-40%	186	27%	-9%
毛戈平	毛戈平*	16198	124%	47%	58	82%	9%	281	23%	35%
逸仙电商	完美日记*	134776	-1%	-36%	1726	-15%	-39%	78	16%	5%
	小奥汀*	24332	-4%	-48%	316	-8%	-45%	77	4%	-6%
华熙生物	润百颜	35814	135%	-4%	104	119%	-9%	346	8%	5%
	夸迪	38007	597%	21%	78	368%	17%	490	49%	4%

资料来源：淘数据、万联证券研究所

图表10：2021年1-6月国内化妆品非上市公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况

公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比	环比	销量 (万件)	同比	环比	单价 (元)	同比	环比
花西子	花西子	168126	54%	-19%	1028	18%	-30%	164	31%	16%
百雀羚	百雀羚	37356	26%	-38%	228	16%	-35%	164	9%	-4%
伽蓝集团	自然堂	60051	9%	-46%	446	5%	-49%	135	4%	5%
上海上美	韩束	33349	-27%	-5%	178	-47%	-23%	187	36%	24%
	一叶子	28440	-36%	-44%	219	-45%	-52%	130	15%	16%

资料来源：淘数据、万联证券研究所

图表11：2021年1-6月国际化妆品公司旗下主要品牌天猫旗舰店情况

公司名称	品牌	销售额 (万元)	同比	环比	销量 (万件)	同比	环比	单价 (元)	同比	环比
欧莱雅	欧莱雅	218886	40%	-28%	721	23%	-24%	304	14%	-6%
	兰蔻	490891	253%	70%	419	63%	-22%	1171	117%	118%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	197918	46%	-31%	338	44%	-21%	585	1%	-13%
	海蓝之谜	79425	62%	-22%	51	66%	-18%	1543	-2%	-4%
宝洁	SK-II	82159	-4%	-41%	86	16%	-24%	951	-17%	-21%
资生堂	资生堂	62042	52%	-41%	111	76%	-9%	560	-13%	-36%

资料来源：淘数据、万联证券研究所

1.2 化妆品产业链：中游掌握定价权，品牌端利润率最高

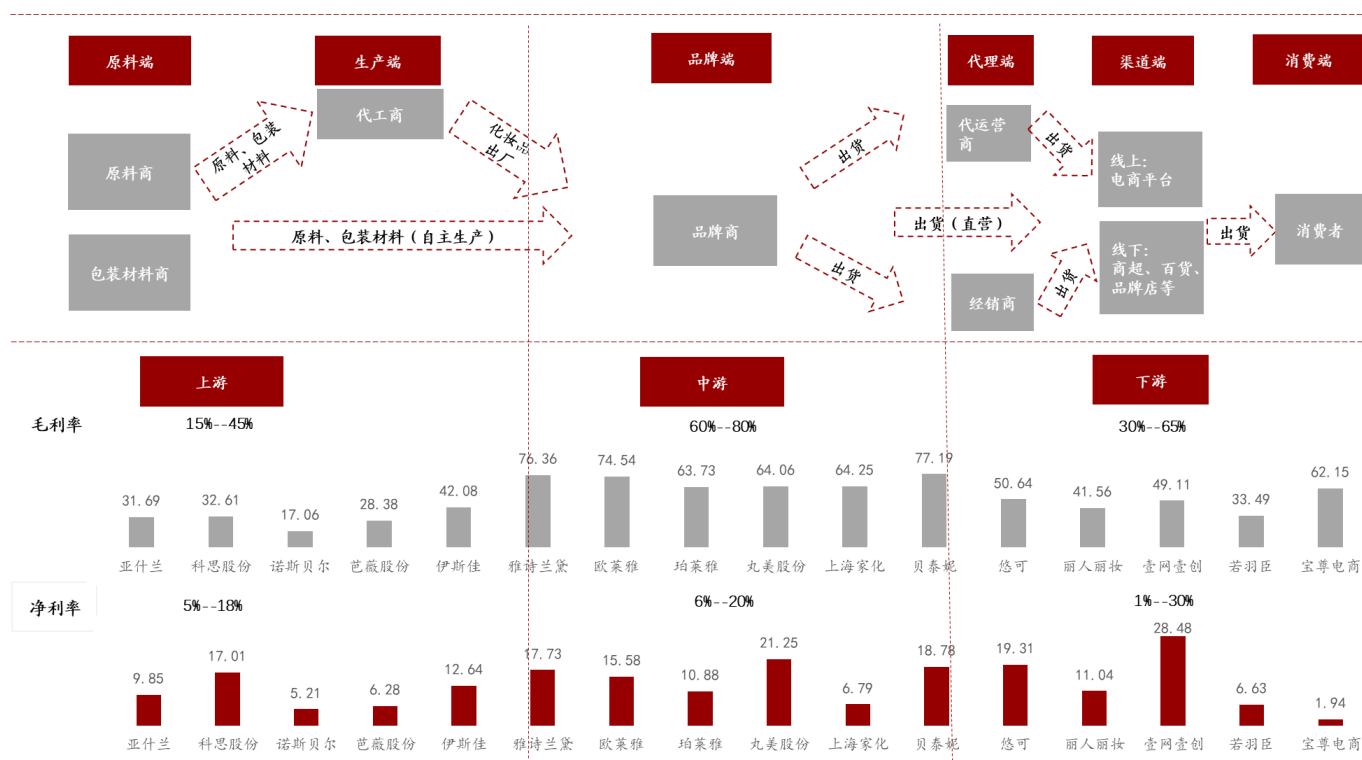
化妆品行业的产业链可拆解为上游原料端和生产端，中游品牌端，下游和代理、渠道端和终端消费者。

上游：原料与包装企业受价格影响较大，代工企业则议价能力较弱。化妆品原料包括水、甘油、乳化剂、稳定剂、油脂、香精等；包装材料包括纸包装、塑料包装、玻璃包装等。原料及包装材料价格的波动会对原料端和生产端的企业毛利率带来一定的影响。化妆品生产端的企业主要是从原料生产商与包装材料生产商处采购原料和包装，并进行化妆品的加工。生产端企业主要采取自行生产和代工生产两种模式。少数化妆品公司具有独立生产线，可以自主研发化妆品，而大部分的化妆品公司则采取代工模式，委托代工厂生产成品。代工企业被夹在原料商和品牌商之间，对上下游的议价能力较低，毛利率在15%-45%，净利率为5%-13%。

中游：品牌端企业掌握定价权，利润率产业链中最高。品牌端参与者众多，发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的企业，其中包括外资巨头宝洁、欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、联合利华等，国货龙头上海家化、珀莱雅、贝泰妮等，旗下均拥有多个不同领域、不同等级的品牌。品牌端的企业由于掌握化妆品的定价权，盈利水平在产业链中最高，毛利率大多处于60%-80%的区间，净利率大多处于6%-20%之间。

下游：行业蓬勃发展，代运营商应运而生，渠道端流量重构。随着线上电商的蓬勃发展，部分品牌会选择让代运营商来负责线上电商平台的运营、品牌打造、货品销售等。这使得代运营商应运而生，这个环节的企业毛利率在30%-65%之间。而随着抖音、小红书、快手等新型电商平台的出现，线上流量被分流，品牌运营难度也随着提升，这将催生更广阔的代运营服务市场。

图表12：化妆品产业链上下游



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：图中亚什兰的毛利率、净利率取自2021年三季度报，悠可取自2020年年报，其余均取自2021年半年报。

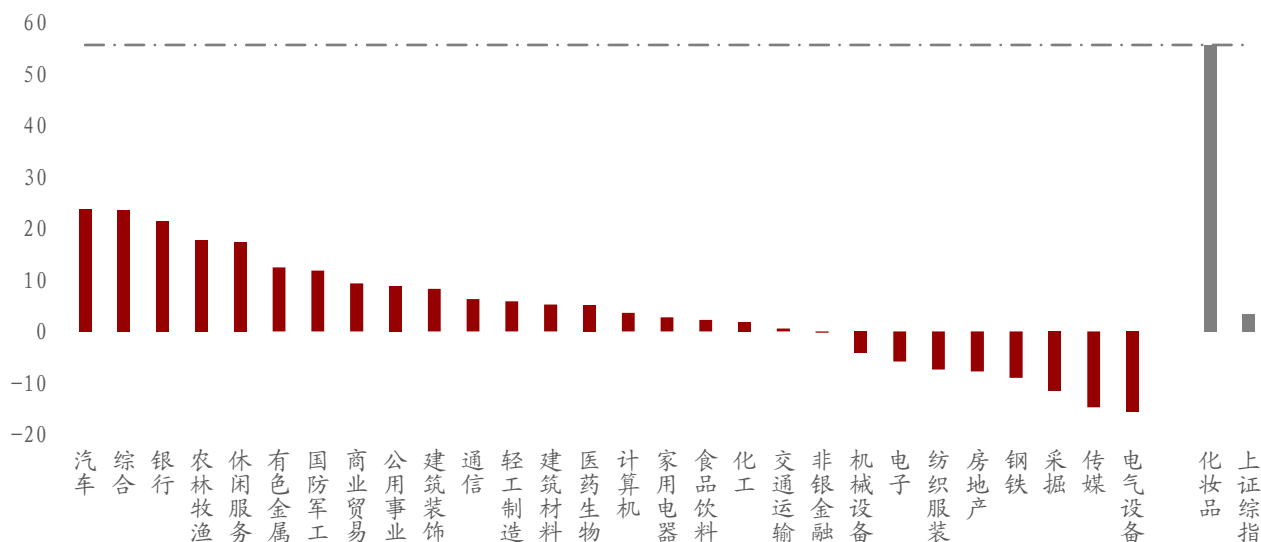
2 行情表现

我们从化妆品产业链中选取了一批化妆品业务收入占比较大的A股上市公司，其中包括科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化共14支个股组成化妆品板块（下同），以便更清晰地探讨该板块以及相关个股在市场中的表现。

2.1 总体行情：化妆品板块 1-6 月上涨 55.68%，大幅跑赢大盘指数

从2021年年初至2021年6月30日，化妆品板块上涨55.68%，对标申万一级行业涨跌幅，化妆品表现超过所有其他板块，包括汽车(+23.83%)、综合(+23.62%)、银行(+21.46%)板块，大幅跑赢上证综指52.28个pct。

图表13：2021年1-6月申万一级子行业及化妆品板块涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind、万联证券研究所

注：数据选自2021年1月1日-2021年6月30日

化妆品板块选取的个股：科思股份、青松股份、嘉亨家化、壹网壹创、丽人丽妆、凯淳股份、若羽臣、贝泰妮、珀莱雅、华熙生物、上海家化、丸美股份、水羊股份、拉芳家化。

涨跌幅均采用总市值加权平均法计算。

2.2 分板块及个股行情：品牌端表现突出，华熙生物涨幅最大

从2021年年初至6月30日，由于华熙生物（+89.76%）、上海家化（+73.16%）、贝泰妮（+67.14%）、拉芳家化（+54.64%）涨幅较大，品牌板块共计上涨64.71%，涨幅位列四个子板块中第一。代运营板块表现不佳，板块下跌13.31%，其中，仅丽人丽妆（+8.21%）上涨，凯淳股份（-37.56%）跌幅最大。代工板块上涨0.36%，其中，青松股份（+13.27%），表现尚可，嘉亨家化（-27.26%）跌幅较大。而原料板块中的科思股份（-7.54%）则表现平平。

图表14：2021年1-6月化妆品板块个股涨跌幅情况

股票代码	股票简称	1-6月涨跌幅（%）	2021/06/30 总市值（亿元）
300856.SZ	科思股份	-7.54	56.79
原料板块涨跌幅（%）		-7.54	
300132.SZ	青松股份	13.27	109.00
300955.SZ	嘉亨家化	-27.26	50.92
代工板块涨跌幅（%）		0.36	
605136.SH	丽人丽妆	8.21	122.22
300792.SZ	壹网壹创	-30.21	110.43
301001.SZ	凯淳股份	-37.56	30.30
003010.SZ	若羽臣	-14.17	33.07
代运营板块涨跌幅（%）		-13.31	
300957.SZ	贝泰妮	67.14	1150.88
603605.SH	珀莱雅	10.98	395.62
688363.SH	华熙生物	89.76	1333.73
600315.SH	上海家化	73.16	407.73
603983.SH	丸美股份	-0.19	209.39
300740.SZ	水羊股份	15.36	85.83
603630.SH	拉芳家化	54.64	56.65
品牌板块涨跌幅（%）		64.71	
化妆品板块涨跌幅（%）		55.68	

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：（1）板块涨跌幅采用个股期末总市值加权平均法；

（2）行情数据系后复权行情；

（3）如果区间内包含上市首日，则计算时剔除上市首日涨跌幅；

（4）贝泰妮、嘉亨家化在2021年3月上市，凯淳股份在2021年5月上市。

3 财务表现

3.1 营收&净利润：原料与代工板块业绩承压，品牌端业绩恢复亮眼

原料板块：科思股份2021H1营收同比-10.5%到5.1亿元，归母净利润同比-7.6%到0.9亿元，恢复不及预期。预计随着疫苗的推广接种，全球疫情有望得到控制，公司下游防晒护肤品的需求在未来有望随之逐步回暖。

代工板块：青松股份与嘉亨家化业绩承压。2021H1，青松股份营收/归母净利润同比增速分别为+6.4%/-20.1%，嘉亨家化营收/归母净利润同比+31.1%/-6.7%。青松股份主因口罩销售收入同比大幅下滑及广东部分地区疫情、海运出口价格大幅提高、化妆品备案进度减缓等因素冲击，嘉亨家化主因人工成本上涨、产品结构变动等导致毛利率降低以及期间费用增加从而影响利润。

代运营板块：壹网壹创与丽人丽妆表现较好。2021H1，壹网壹创和丽人丽妆实现了归母净利润的双位数增长，增速分别为+16.7%/+36.6%，而凯淳股份与若羽臣的归母净利润同比负增长。

品牌板块：板块中大部分个股在上半年恢复良好，收入利润实现亮眼增长。2021H1，华熙生物营收/归母净利润同比增长分别为+104.4%/+35.0%，主要是受益于公司重点开发线上销售渠道，同时新冠疫情对医疗机构的影响消除使得终端产品收入较上年同期大幅增长。水羊股份、贝泰妮业绩维持高增长，分别实现归母净利润同比+164.5%/+65.3%。珀莱雅和上海家化保持稳健增长，营收分别同比+38.5%/+14.3%，归母净利润分别同比+26.5%/+55.8%。丸美股份2021H1业绩承压，归母净利润同比-29.5%。

图表15：2021H1与2021Q2化妆品板块个股营收、归母净利润及同比增速情况

			营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
			21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)	21H1	yoy (%)	21Q2	yoy (%)
原料	300856.SZ	科思股份	5.1	-10.5	2.5	-6.2	0.9	-7.6	0.4	-17.1
	300132.SZ	青松股份	19.1	6.4	10.6	-2.8	1.8	-20.1	0.9	-37.1
代工	300955.SZ	嘉亨家化	5.1	31.1	2.6	0.8	0.4	-6.7	0.2	-52.1
	300792.SZ	壹网壹创	4.9	-12.8	2.6	-23.4	1.3	16.7	0.7	20.0
代运营	605136.SH	丽人丽妆	18.6	2.8	11.0	-4.4	2.1	36.6	1.6	49.1
	301001.SZ	凯淳股份	3.8	0.4	2.1	-2.8	0.3	-12.7	0.2	-13.0
	003010.SZ	若羽臣	6.0	7.8	3.3	2.5	0.4	-5.8	0.2	-26.7
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	14.1	49.9	9.0	45.1	2.7	65.3	1.9	75.1
	603605.SH	珀莱雅	19.2	38.5	10.1	30.4	2.3	26.5	1.2	15.0
	688363.SH	华熙生物	19.4	104.4	11.6	100.2	3.6	35.0	2.1	30.9
	600315.SH	上海家化	42.1	14.3	21.0	3.7	2.9	55.8	1.2	81.7
	603983.SH	丸美股份	8.7	10.1	4.7	10.9	1.9	-29.5	0.9	-40.4
	300740.SZ	水羊股份	21.2	49.8	13.0	45.1	0.9	164.5	0.6	88.7
	603630.SH	拉芳家化	5.1	25.2	2.6	10.2	0.5	10.3	0.4	13.5

资料来源：Wind、万联证券研究所

图表16: 近年来化妆品板块个股分季度营业收入同比增速情况

			分季度营业收入同比增速 (%)					
			19Q1	19Q2	20Q1	20Q2	21Q1	21Q2
原料	300856.SZ	科思股份	-	-	-	-	-14	-6
代工	300132.SZ	青松股份	31	132	114	51	21	-3
	300955.SZ	嘉亨家化	-	-	-	-	92	1
代运营	300792.SZ	壹网壹创	-	-	-8	5	4	-23
	605136.SH	丽人丽妆	-	-	-	18	16	-4
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	4	-3
	003010.SZ	若羽臣	-	-	-	-	15	3
品牌	300957.SZ	贝泰妮	-	-	-	-	59	45
	603605.SH	珀莱雅	28	27	-5	13	49	30
	688363.SH	华熙生物	-	34	3	28	111	100
	600315.SH	上海家化	5	9	-15	3	27	4
	603983.SH	丸美股份	9	14	2	-6	9	11
	300740.SZ	水羊股份	1	-2	34	53	58	45
	603630.SH	拉芳家化	20	-13	-37	23	47	10

资料来源: Wind、万联证券研究所

图表17: 近年来化妆品板块个股分季度归母净利润同比增速情况

			分季度归母净利润同比增速 (%)					
			19Q1	19Q2	20Q1	20Q2	21Q1	21Q2
原料	300856.SZ	科思股份	-	-	-	-	2	-17
代工	300132.SZ	青松股份	34	59	3	5	9	-37
	300955.SZ	嘉亨家化	-	-	-	-	271	-52
代运营	300792.SZ	壹网壹创	-	-	46	64	12	20
	003010.SZ	丽人丽妆	-	-	-	-	38	-27
	605136.SH	凯淳股份	-	-	-	-2	5	49
	301001.SZ	若羽臣	-	-	-	-	-12	-13
品牌	300957.SZ	贝泰妮	-	-	-	-	46	75
	603605.SH	珀莱雅	30	39	-15	23	41	15
	688363.SH	华熙生物	-	39	1	1	41	31
	600315.SH	上海家化	55	27	-49	-70	42	82
	603983.SH	丸美股份	25	38	-1	10	-16	-40
	300740.SZ	水羊股份	-98	-85	490	462	1,040	89
	603630.SH	拉芳家化	5	-99	-66	8,377	4	14

资料来源: Wind、万联证券研究所

3.2 毛利率&净利率：部分公司加大营销力度，净利率有所下滑

原料板块：2021H1，科思股份毛利率较去年同期有所下降，但净利率微升0.5个pct，主要是由于产能利用率的提高以及成本管控取得进一步成效。

代工板块：2021H1，青松股份和嘉亨家化毛利率与净利率均较去年同期均有所下滑，青松股份主因诺斯贝尔业务结构变化、原材料价格上涨、化妆品备案速度减慢使得毛利率下滑，且大规模招募员工致相关成本上涨。嘉亨家化主因人工成本上涨、产品结构变动等导致毛利率降低以及期间费用增加从而影响净利率。

代运营板块：2021H1，壹网壹创、丽人丽妆的毛利率与净利率较去年同期有所提升，其中，壹网壹创主因与百雀羚的合作方式调整为高毛利的品牌管理服务模式；丽人丽妆主因与旁氏、凡士林品牌合作由经销转为服务模式。

品牌板块：2021H1，珀莱雅、华熙生物、丸美股份、拉芳家化等公司纷纷加大营销力度抢占不同的渠道和市场，销售费用率提升，从而致使当中不少公司在2021H1及2021Q2的净利率出现下滑。

图表18：2021H1与2021Q2化妆品板块个股毛利率与净利率情况

			毛利率 (%)				净利率 (%)			
			21H1	yoy	21Q2	yoy	21H1	yoy	21Q2	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	32.6	-2.4	31.9	-7.5	17.0	0.5	15.4	-2.0
	300132.SZ	青松股份	21.6	-5.8	19.4	-8.4	9.4	-3.6	8.5	-5.1
代工	300955.SZ	嘉亨家化	22.5	-3.4	21.8	-6.7	7.2	-2.9	6.2	-6.9
	300792.SZ	壹网壹创	49.1	5.3	49.6	6.3	28.5	8.2	30.2	11.0
代运营	605136.SH	丽人丽妆	41.6	3.3	40.8	3.8	11.0	2.8	14.6	5.3
	301001.SZ	凯淳股份	30.1	0.1	31.9	1.7	8.9	-1.3	9.5	-1.1
	003010.SZ	若羽臣	33.5	2.9	37.1	6.4	6.6	-1.0	6.3	-2.6
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	77.2	-4.8	76.7	-7.2	18.8	1.8	20.6	3.5
	603605.SH	珀莱雅	63.7	3.8	63.1	3.2	10.9	-1.7	10.1	-2.4
	688363.SH	华熙生物	77.9	-1.8	77.4	-4.0	18.6	-9.6	17.9	-9.5
	600315.SH	上海家化	64.3	2.4	63.7	1.5	6.8	1.8	5.6	2.4
	603983.SH	丸美股份	64.1	-3.5	64.2	-5.1	21.2	-12.5	18.5	-16.8
	300740.SZ	水羊股份	53.1	1.8	53.9	1.9	4.2	1.8	4.5	1.0
	603630.SH	拉芳家化	53.4	2.5	50.7	0.9	9.9	-1.5	12.9	0.3

资料来源：Wind、万联证券研究所

图表19: 2021H1化妆品板块个股销售/管理/研发/财务费用率情况

			销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)		财务费用率 (%)	
			21H1	yoy	21H1	yoy	21H1	yoy	21H1	yoy
原料	300856.SZ	科思股份	1.1	-2.4	8.3	1.6	4.5	1.0	0.8	-0.3
代工	300132.SZ	青松股份	1.6	-1.2	4.4	-0.4	2.8	-0.2	1.2	0.5
	300955.SZ	嘉亨家化	0.5	0.0	10.2	0.8	2.1	0.0	0.8	0.3
代运营	300792.SZ	壹网壹创	7.4	-6.9	7.0	2.8	2.1	1.4	-1.8	0.6
	605136.SH	丽人丽妆	24.6	-0.5	3.0	0.7	0.3	0.1	-0.3	-0.1
	301001.SZ	凯淳股份	14.3	1.9	3.8	0.3	0.9	0.4	-0.1	-0.3
	003010.SZ	若羽臣	18.2	3.1	6.1	2.0	2.8	0.7	0.2	-0.3
品牌端	300957.SZ	贝泰妮	45.1	-5.3	6.0	-2.1	3.1	0.4	-0.5	-0.4
	603605.SH	珀莱雅	42.1	9.0	6.1	-1.2	1.6	-0.7	-0.1	0.4
	688363.SH	华熙生物	46.3	6.7	6.6	0.3	5.5	-0.8	0.2	2.3
	600315.SH	上海家化	47.1	1.3	8.6	-0.2	1.9	0.0	0.2	-0.8
	603983.SH	丸美股份	36.1	5.8	4.8	1.0	2.8	-0.2	-2.8	1.0
	300740.SZ	水羊股份	40.7	-1.4	4.7	0.8	1.4	0.2	1.0	0.6
	603630.SH	拉芳家化	45.3	15.5	6.9	2.7	3.2	-0.7	-1.4	0.9

资料来源: Wind、万联证券研究所

3.3 估值情况: 品牌端个股估值较高, 其余较低

选取2021年8月31日收盘价以及Wind一致预测的2021年EPS计算PE。原料、代工、代运营板块个股的PE值在25倍上下, 而品牌端的个股中, 华熙生物与贝泰妮的PE领先, 均为106倍, 紧接着上海家化、珀莱雅的PE在50倍以上, 品牌端子板块整体的估值水平较高。

图表20: 化妆品个股2021及2022年一致预测的EPS及对应PE

			EPS (一致预测)		PE		收盘价 (元)
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021/08/31
原料	300856.SZ	科思股份	1.68	2.08	24	20	41
代工	300955.SZ	嘉亨家化	1.05	1.37	33	25	34
	300132.SZ	青松股份	0.99	1.18	15	13	15
代运营	605136.SH	丽人丽妆	1.02	1.18	26	23	27
	003010.SZ	若羽臣	0.90	1.11	25	20	22
	300792.SZ	壹网壹创	1.71	2.22	26	20	45
	301001.SZ	凯淳股份	-	-	-	-	32
品牌端	688363.SH	华熙生物	1.70	2.32	106	78	181
	300957.SZ	贝泰妮	1.90	2.65	106	76	202
	600315.SH	上海家化	0.78	1.19	61	40	48
	603605.SH	珀莱雅	2.94	3.64	53	43	157
	603630.SH	拉芳家化	0.63	0.80	29	22	18
	603983.SH	丸美股份	1.30	1.52	26	22	33
	300740.SZ	水羊股份	0.59	0.72	28	18	16

资料来源: Wind、万联证券研究所

注: 数据提取日期为2021年8月31日, EPS采用wind一致预测, PE为提取日收盘价除以一致预测的EPS所得出。

4 基金持仓情况

原料板块：截止2021H1，科思股份机构持股比例达到1.66%，相较2020年末提升1.31个pct，其中基金持股比例降低0.14个pct。

代工板块：截止2021H1，青松股份机构持股比例达到51.02%，相较2020年末提升6.22个pct，其中基金持股比例提升0.96个pct。

代运营板块：截止2021H1，壹网壹创机构持股比例在代运营板块中最高，达到37.52%，但相较2020年末有10.92个pct的下滑，主要是由于基金持股比例下滑12.55个pct所致。

品牌板块：截止2021H1，上海家化机构持股比例最高，达到76.66%，其次为水羊股份、贝泰妮、华熙生物。其中华熙生物获外资持股比例最高，达到5.66%，但相较2020年末下降了4.30个pct。

图表21：2021H1与2020年末化妆品个股机构持股比例情况对比

			机构持股比例合计 (%)		基金持股比例 (%)		QFII 持股比例 (%)	
			21H1	2020	21H1	2020	21H1	2020
原料	300856.SZ	科思股份	1.66	0.35	0.03	0.17		
代工	300132.SZ	青松股份	51.02	44.80	23.81	22.85		
	300955.SZ	嘉亨家化	7.57		4.03		1.85	
代运营	300792.SZ	壹网壹创	37.52	48.43	18.73	31.28		
	605136.SH	丽人丽妆	0.93	4.43	0.93	0.59		1.27
	301001.SZ	凯淳股份	0.23					
	003010.SZ	若羽臣	0.96	3.79	0.96	0.25		1.21
品牌	300957.SZ	贝泰妮	55.95		51.70			
	603605.SH	珀莱雅	23.36	18.18	7.09	9.29	1.03	0.50
	688363.SH	华熙生物	54.68	65.29	22.09	13.37	5.66	9.96
	600315.SH	上海家化	76.66	72.51	10.86	3.75		
	603983.SH	丸美股份	51.54	52.72	2.07	5.74		1.02
	300740.SZ	水羊股份	59.84	35.65	4.98	8.73		
	603630.SH	拉芳家化	24.83	25.00	0.01	0.59	0.42	0.36

资料来源：Wind、万联证券研究所

注：贝泰妮、嘉亨家化在2021年3月上市，凯淳股份在2021年5月上市。

5 投资建议

颜值时代下，中国化妆品市场需求快速增长，加之新兴渠道与营销手段的推广、多场景渗透率的提升，行业高景气度持续。而近年来国潮风起，国货品牌由于性价比高、产品设计感强、质量提升、营销力度大等因素，接受度大幅提升。维持行业“强于大市”投资评级，建议关注积极拓展品牌和品类矩阵、注重多元化营销以及全渠道布局的A股化妆品公司。

6 风险因素

疫情反复风险、行业竞争加剧风险、品牌品类拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场