

化妆品行业专题

国内外美妆品牌中报梳理，探析国货崛起之势

行业研究 · 行业专题

商贸零售

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

- 国内化妆品行业整体仍处于低位盘整阶段，24年1-8月份，化妆品社零实现销售额2186亿元，同比下滑2.5%，延续了自23年的弱复苏态势。但行业弱beta下却有着强alpha的体现，从上市板块表现来看，美护板块上半年业绩稳健增长，收入端增长8.6%，净利润端增长11.5%，但业绩分化较为明显，品牌类上市公司中报收入增长中位数在18%左右。同时，国际品牌整体业绩同样出现分化，整体Q2增速不一，主要与其高端定位品牌受当前性价比消费趋势影响，以及旅游零售渠道的拖累所致，且多数国际品牌的中国区市场普遍成为上半年度的业绩拖累项。
- **化妆品行业中国货替代趋势明确：**根据青眼发布的《2023年中国化妆品年鉴》数据显示，23年国货美妆的年度销售额同比增长9.96%，市场份额达到50.4%，未来一段时间内，国货替代仍将是国内化妆品市场发展的主要叙事：1) 渠道端，本土销售渠道的快速变迁，弱化了外牌销售壁垒。2) 产品端，本土产业链在大部分消费品中已经具备了完整的闭环能力，且部分产业具备了差异化的技术研发能力，已经出现很多新原料新技术由国货主导。3) 此外年轻消费者文化自信叠加爱国情绪高涨。当前部分国内外相关舆论事件的催化，促使国产品牌获得了前所未有的关注度。
- 虽然当下的历史背景与产业变化，为国货崛起提供了很好的土壤，但对于国货品牌来说，想要持续保持“长红”仍有诸多挑战面对：一方面，随着理性消费趋势的演进，国货品牌未来仍需要重要提升产品力以及优化流通效率，有效提升品牌质价比，适应长久发展。另一方面，在当前部分企业的核心管理层面面临接班换届背景下，需要及早打造出匹配企业核心战略的现代化自驱型组织，以实现品牌高效率运营并灵活适应未来不断变化的消费形势。
- **投资建议：**近两年来美妆板块经历了较为充分的行情回调，目前部分标的估值吸引力正在逐步显现，而且头部国货品牌在今年上半年展现了较为强劲的增长韧性，中长期在国货替代趋势下也具备持续增长的支撑。首先，我们建议关注当前已在产品升级以及运营优化中证明自身能力，未来有望沿着品牌升级路径持续推进成长的国货龙头。主要包括**珀莱雅、巨子生物以及丸美股份**等；其次，我们也建议积极关注定价合理，产品力有差异化竞争优势的国货黑马，包括**润本股份、上美股份**等。此外，具备较强品牌力基础但前期由于多因素影响阶段性出现增长失速的企业，未来有望在管理团队的调整基础上，积极转型或是培养新增长曲线，而重回增长轨道。主要包括：**贝泰妮、福瑞达、华熙生物、上海家化、水羊股份**等。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

表：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 09-13	总市值（亿元） 09-13	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603605. SH	珀莱雅	优于大市	85.39	339	3.98	4.98	21.46	17.13
2367. HK	巨子生物	优于大市	36.20	372	1.94	2.50	17.01	13.20
603983. SH	丸美股份	优于大市	21.26	85	0.92	1.15	23.16	18.46

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

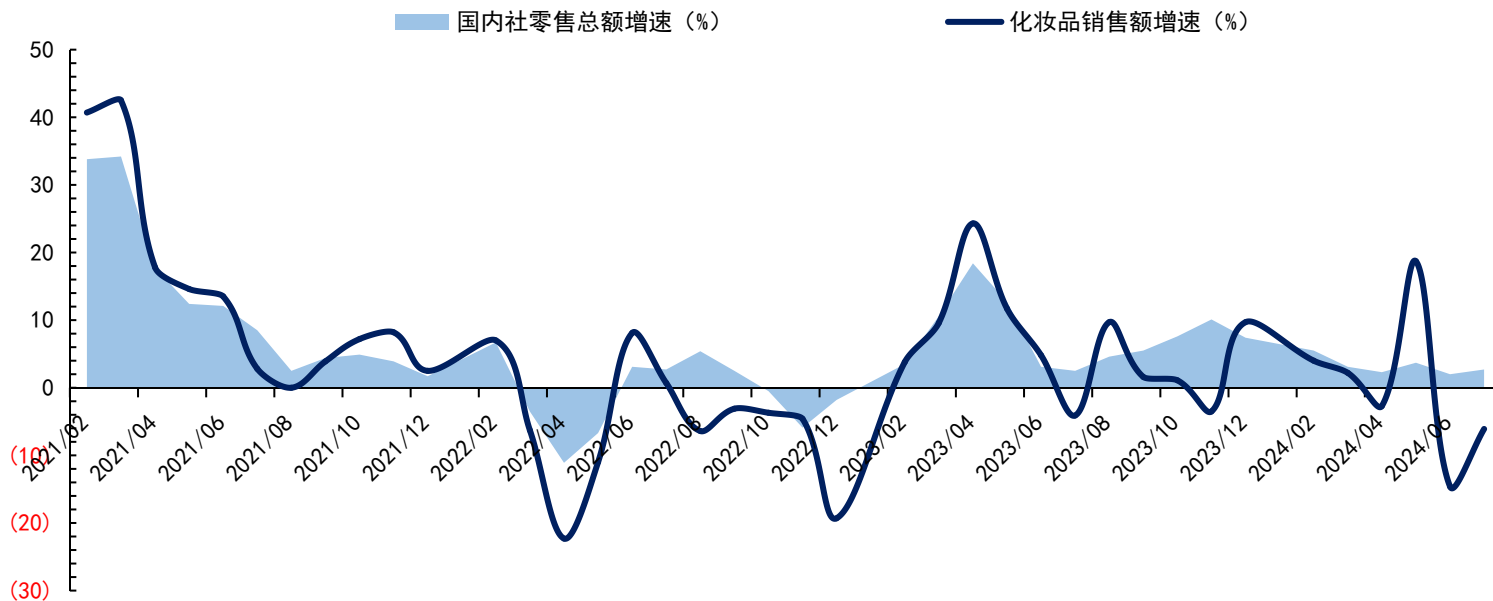
- [01] 国内外美妆集团中报梳理：弱beta下的强alpha
- [02] 美妆国货强势崛起：产品力为根基，营销为催化
- [03] 国货面临挑战：低价消费趋势，组织管理进阶，品牌力提升
- [04] 投资建议：紧扣国货崛起方向，精选优质国货龙头

一、国内外美妆集团中报梳理，弱beta下的强alpha

1.1 美护行业数据：整体处于低位盘整阶段，与消费大环境匹配

- 国内化妆品行业整体仍处于低位成长阶段，24年1-8月份，限额以上单位化妆品社零实现销售额2186亿元，同比下滑2.5%，行业整体处于低位盘整阶段，延续了自23年的弱复苏态势。我们认为，化妆品行业整体今年以来的表现符合国内消费大环境的趋势，在当前消费力相对不振，进一步的市场扩容缺乏需求端的配合；而同时前几年的新媒体电商红利的释放，一定程度上也透支了品类渗透率进一步提升的空间，未来行业低速增长将成为常态化。但同时我们也看到行业分化也极为明显，其中部分国货头部企业仍取得了远超市场水平的增长。

图1：中国社会消费品零售总额及化妆品同比增速（%）

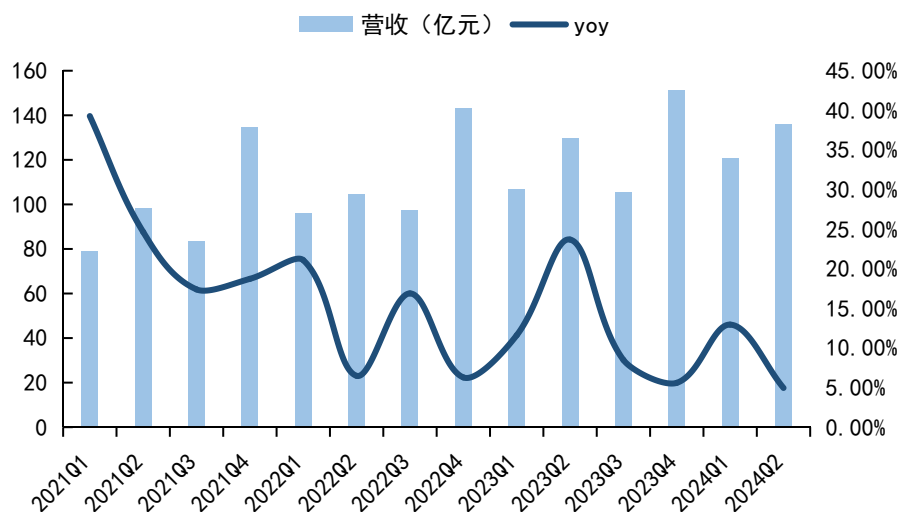


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1.2.1 美护板块中报梳理：营收端，行业整体稳健，分化仍为主要特征

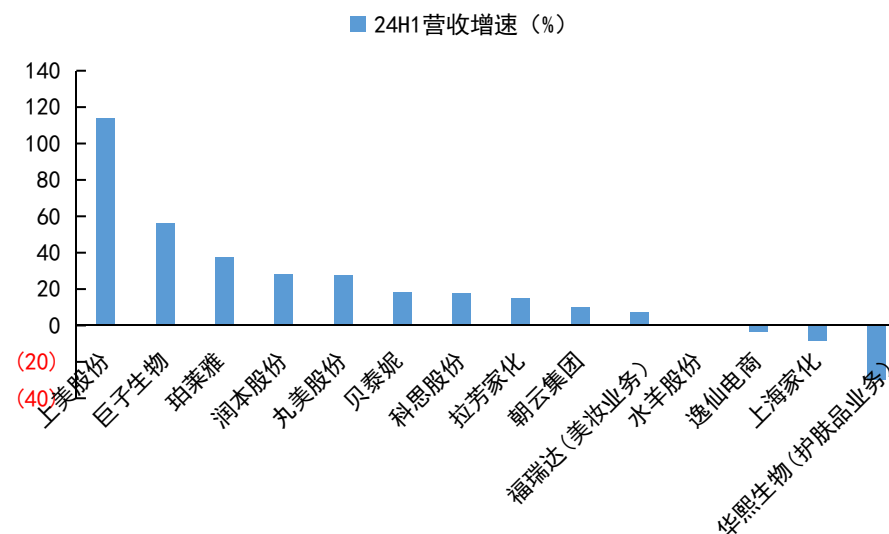
- 但行业弱beta下却有着强alpha的体现，从上市板块的品牌企业表现来看，美护板块上半年业绩稳健增长，收入端增长8.6%，但呈现Q1高增Q2放缓的迹象，我们认为主要系平台流量从大促向日销倾斜过程中带来的季节性变化。
- 同时板块内公司分化加剧，如下图所示，上市美妆品牌方企业整体营收增长的中位数约在18%，其中上美股份依托抖音电商渠道的快速放量以及适应下沉市场的套装产品组合实现114%的快速增长；巨子生物则得益于旗下可复美品牌在重组胶原蛋白产品红利释放下快速爆发，增长56%；而珀莱雅则依托主品牌大单品的迭代推新以及新品牌的快速增长实现高基数下的38%高增长。
- 而具体来看，上述三个品牌的高速增长其实代表了当前美妆品牌突围的三个基本方向：1) 通过抓住渠道平台变迁中的新平台红利机会；2) 通过产品品类的差异化布局突围；3) 品牌势能驱动下的增长持久力，以及多品牌复制迭代助力。

图2：美容护理板块营收变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图3：具体上市美妆品牌24H1营收增速表现

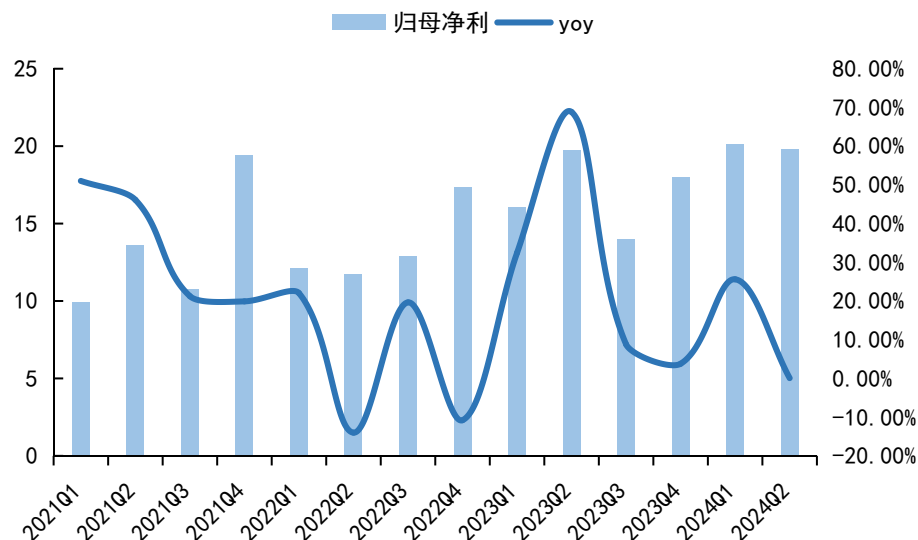


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

1.2.2 板块中报梳理：盈利端，平台运营难度加大考验企业运营能力

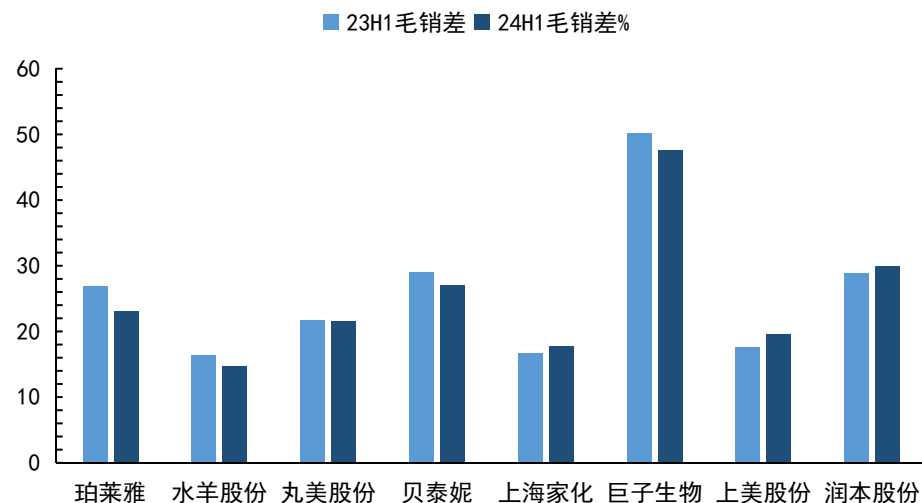
- 同时从盈利角度来看，美容护理板块上半年盈利表现有所波动，上半年整体增长11.5%，但也呈现Q1高增但Q2明显放缓的情况，其中Q2板块业绩增速基本持平。今年二季度的传统电商旺季由于大促周期节奏的紊乱以及平台竞争分流力度加大，对品牌方运营要求难度更高，因此部分公司费用投放效率有所降低。从实际情况来看，多数公司今年上半年毛销差（毛利率-销售费用率）存在一定压力。
- 我们认为，去年以来电商平台流量竞争力度加大，且纷纷推进低价策略，包括仅退款政策等充分让利消费者的举措，一定程度上对品牌方的经营带来了更大的压力，同时新兴的兴趣电商平台虽然带来的新的增长方向，但运营难度和费用压力均较传统货架电商更大，也对企业的精细化管理和运营提出了更高的要求。未来具备较强的灵活组织应变能力和多元化平台布局能力的企业将具备更强的抗压能力。

图4：美容护理板块归母净利润变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图5：具体上市美妆品牌24H1毛销差表现

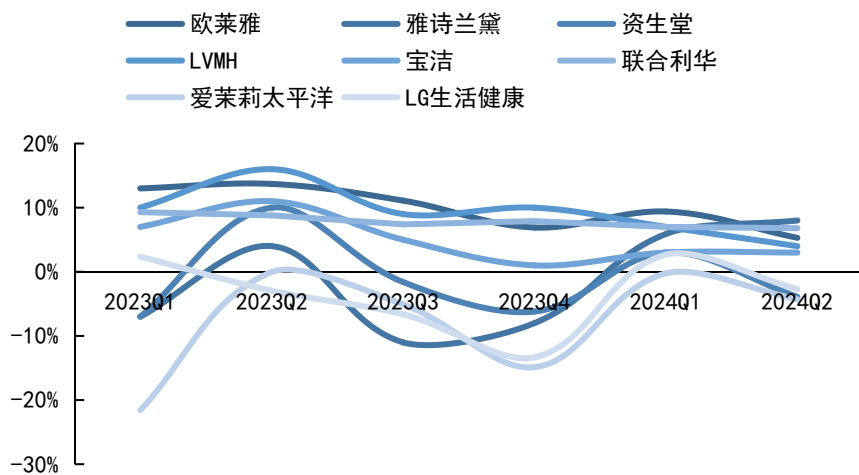


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

1.3.1 国际品牌：国际巨头同样出现分化，中国区市场普遍承压

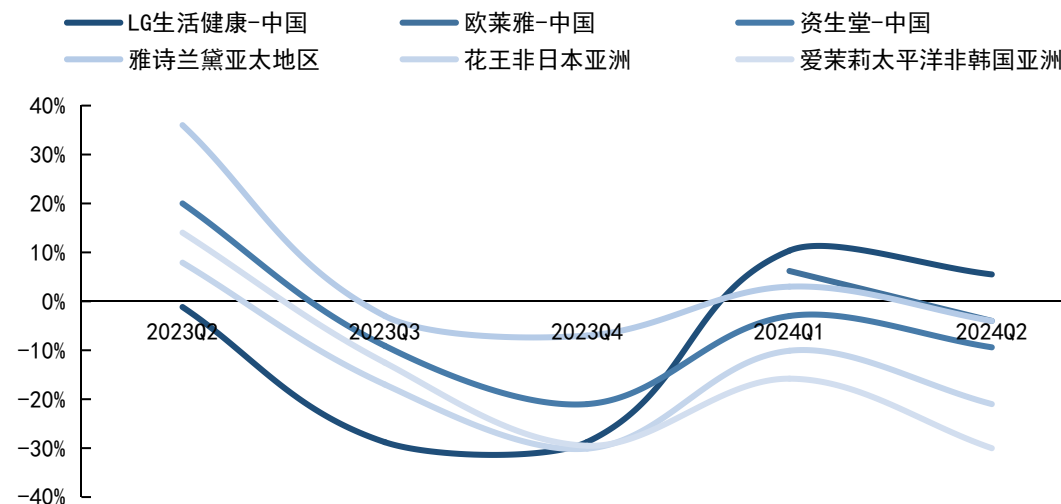
- 国际品牌整体业绩同样出现分化，整体Q2增速不一：其中欧莱雅集团二季度销售额约108.8亿欧元，同比增长6.7%，净利润增长8.8%。雅诗兰黛24年财年第四季度（即24Q2）有机销售额加速增长8%，较上半年财年进一步恢复，但利润表现继续承压；而资生堂第二季度净销售额下跌4%至2497亿日元，较上一季度的3%增长进一步承压，同时营业利润亏损27.28亿日元。
- 中国区市场普遍成为各大国际品牌的业绩拖累项。虽然各大国际美妆集团在全球市场表现有喜有忧，**但在中国市场基本上均出现了明显下行的趋势**：如欧莱雅中国区Q2依旧承压，下滑4%，雅诗兰黛受中国整体高端美妆市场持续疲软的影响，24财年亚太地区净销售额为48.88亿美元（约合人民币349.1亿元），下降3%；资生堂上半年在中国市场的销售额为1316.71亿日元，同比微增0.8%；核心营业利润为49亿日元，同比下滑10%，门店销售额下降10%—15%。

图6：国际主要美妆品牌的营收增速变化（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图7：国际主要美妆品牌中国区（或亚太区）营收增速变化（%）



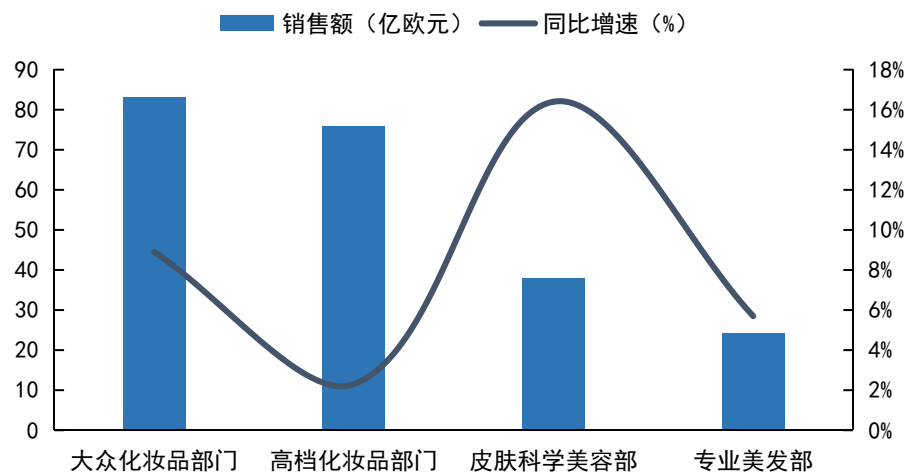
资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

1.3.2 国际品牌：多因素影响下中国区市场普遍承压

■ 我认为国际品牌24年度在中国表现承压的主要原因总结包括：

- 1) 品牌端来看，多数国际美妆品牌定位中高端，去年以来受到国内消费力承压影响较为明显：如欧莱雅集团上半年旗下高档化妆品部同比增长2.3%，在四大业务部门中增速垫底，但中低端品牌为主的大众化妆品部销售额同比增长8.9%，上半年销售额最高的部门。
- 2) 渠道端来看，免税店等过去几年高增长渠道，去年开始受到出境分流以及消费承压等多因素影响，普遍成为拖累项。包括欧莱雅、雅诗兰黛及资生堂等品牌均在财报中提及了旅游零售渠道对其今年业绩的影响。
- 3) 部分国际舆论事件对品牌销售影响也较为明显。如去年日本核废水排污事件后，由于国内消费者的不信任，资生堂为代表的日资品牌的销售在此后受到了较大冲击。

图8：欧莱雅2024年H1分部门业务增长表现（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图9：主要日资品牌在日本排放核污水30天内的数据变化

日本品牌在华天猫和抖音近期业绩表现 [环比：(8/24-9/19) vs (7/24-8/19)]		
品牌	淘宝天猫	抖音
SK-II	-67.84%	-83.81%
安热沙	-56.14%	-61.05%
IPSA	-48.53%	-70.40%
美丽芳丝	-38.80%	-44.93%
珂润	-34.24%	-47.34%
黛珂	-30.46%	-52.75%
POLA	-24.56%	-42.89%
资生堂	-18.04%	-27.95%
植村秀	-14.97%	-27.89%
ALBION	-13.39%	-40.40%
CPB	30.86%	-34.75%

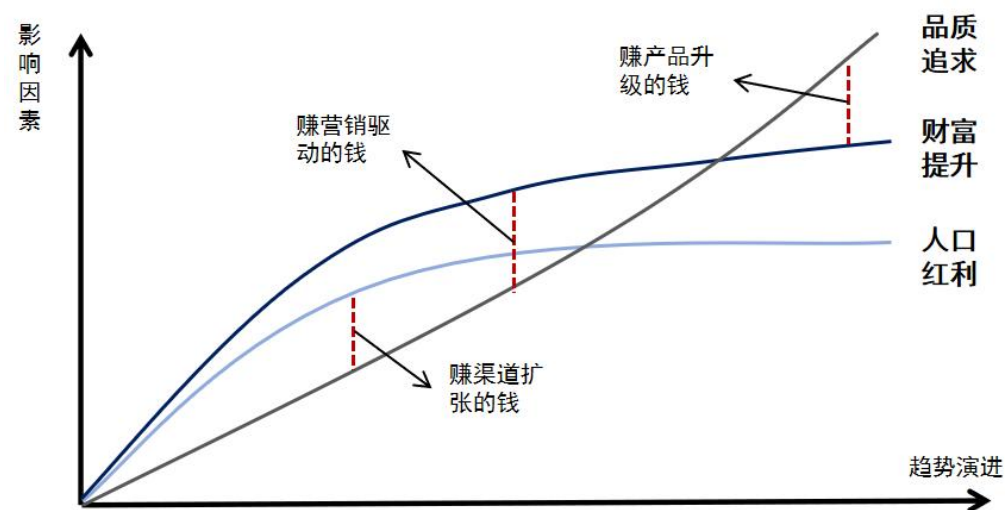
资料来源：天猫淘宝、蝉妈妈、国信证券经济研究所整理

1.4 行业弱beta的实质以及“口红效应”是否失效

- “口红效应”一词指的是，口红作为一种廉价的非必需品，在经济不景气的情况下，仍然能够受到消费者的青睐，这主要是因为人们在面对经济压力时，会寻找一些可控事物来安慰自己，通过购买小奢侈品如口红，可以在一定程度上满足心理上的需求，减轻压力。这一现象在美国和日本的经济衰退期均有体现：美国作为最早体现这一效应的国家，最早在20世纪30年代美国经济大萧条时期，当时尽管整体消费水平下降，但口红的销量却逆势上升。而日本在经济增长停滞时期的“失去的二十年”里，化妆品增长一直处于稳定向好的态势。
- 从过往口红效应产生的国家背景来看：首先，主要出现在成熟消费市场，居民消费理念较为成熟，消费不仅仅只是满足日常实用需求，也是彰显居民自我或是社交的手段。其次，这些市场经历过社会经济的快速爆发式增长后的降速，居民层面收入水平出现停滞甚至下行压力，影响了远期财富成长的预期，并进而影响当期消费支出的预算，这些特征与我国当前的消费市场特征均较为匹配。但是自23年国内消费呈现明显性价比特征的过程中，化妆品行业的增速却一路放缓。

- 我们认为，当前我国化妆品行业虽然外部特征较为匹配“口红效应”的背景，但是行业内部自身发展过程中，由于前期渠道与营销的红利逐步消退，已经透支了品类整体渗透率提升空间。随着当前国内财富效应和人口红利阶段性有所放缓的同时消费者的消费理念和品质认知水平却持续提升。品牌方需要以更优质的产品和更丰富的服务，才能促使消费者作出新的消费决策，而这并不是所有企业都具备的能力。因此国内化妆品市场的口红效应体现在了alpha上而不是beta上，只要企业个体抓住了细分的品类及产品升级的红利，依旧可以实现指数级的增长。

图10：国内消费行业底层驱动力的发展变化



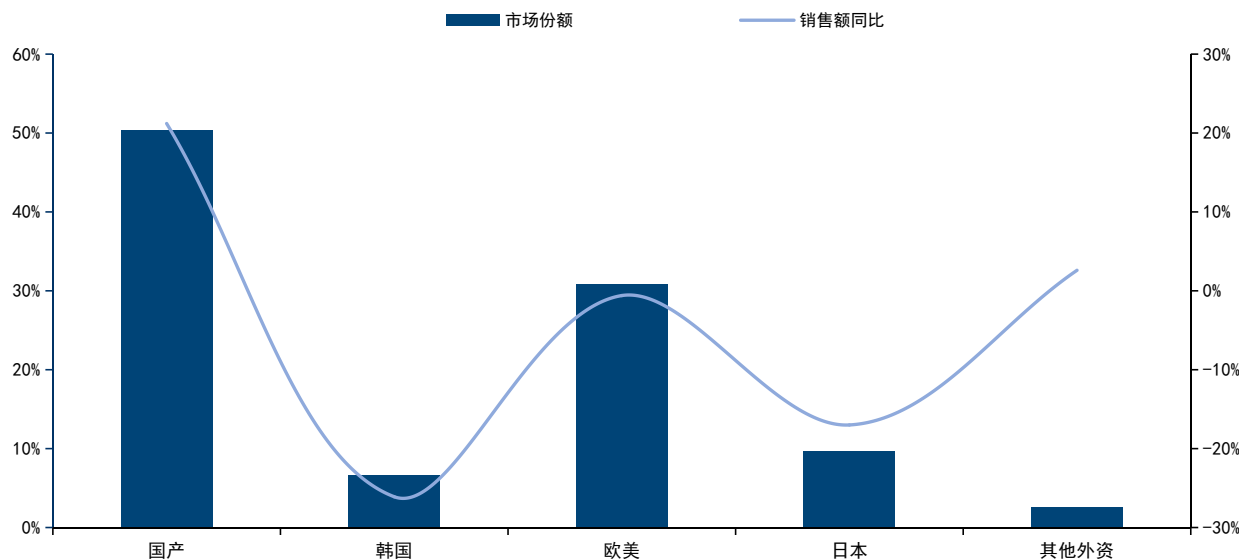
资料来源：国信证券经济研究所整理

二、美妆国货强势崛起：产品力为根基，营销为催化

2.1.1 国货崛起将是未来国内化妆品市场的主要叙事

- 如前文所述，当前在美妆板块国货替代的趋势已经极为明确。根据青眼发布的《2023年中国化妆品年鉴》数据显示，去年国内美妆市场规模达到7972亿元，同比增长5.2%。其中值得关注的是，国货美妆的年度销售额同比增长9.96%，市场份额达到50.4%，首次超过外资品牌。
- 我们认为，未来一段时间内，国货替代仍将是国内化妆品市场发展的主要叙述，也将支撑相关上市企业业绩的持续发展。短期来看，与头部国货品牌价位段最为接近的日韩品牌，有望成为短期主要的份额转移来源，特别是在舆情事件持续发酵的背景下。而长期来看，随着国货品牌的品牌力持续提升，并在中高端价位段布局的有所斩获，未来也将进一步对欧美品牌形成强有力竞争。

图11：2023年中国化妆品市场各国品牌销售额及份额

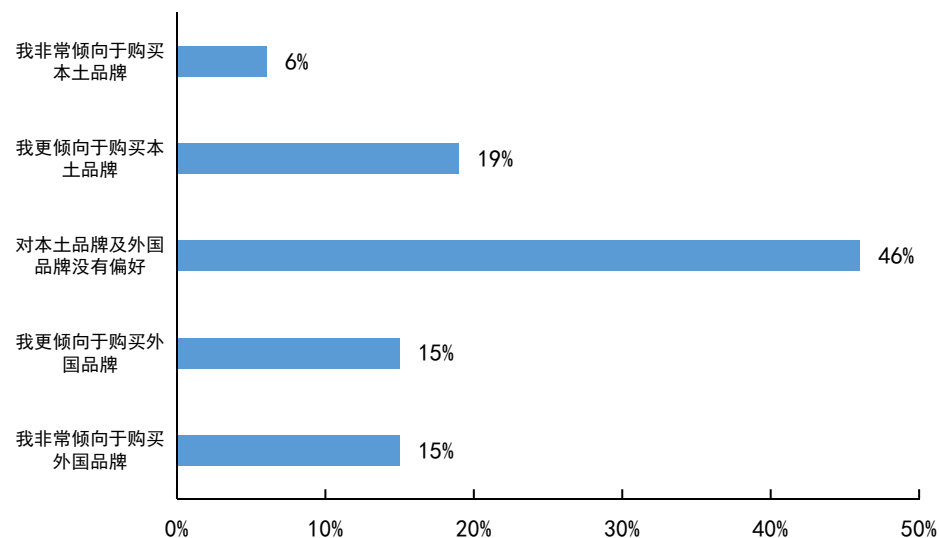


资料来源：青眼《2023年中国化妆品年鉴》、国信证券经济研究所整理

2.1.2 国货崛起的核心推动来源

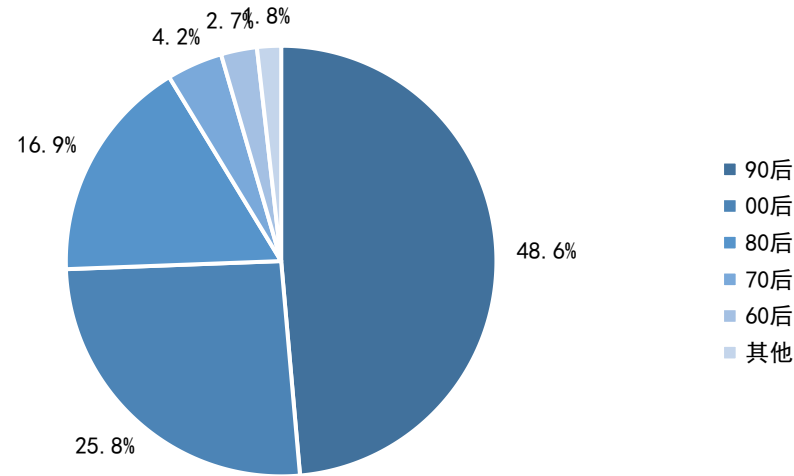
- **天时：**改革开放以来，经济规模持续扩大，中国居民的财富总量和可支配收入水平持续增长，也为国产品牌经营端创造了优良的基础设施。同时在当前经济换挡期之时，国民消费趋于理性，本土产品的性价比优势也被进一步体现。
- **地利：**渠道端，本土销售渠道的快速变迁，弱化了外牌销售壁垒。制造端，本土产业链在大部分消费品中已经具备了完整的闭环能力。不仅具备基础生产能力，且部分产业具备了差异化的技术研发能力，已经出现很多新原料新技术由国货主导。
- **人和：**年轻消费者成为国货品牌的消费主力，文化自信叠加爱国情绪高涨。由于年轻消费者（尤其是95后、00后）成长于国家综合国力日渐强盛的时期，具有与生俱来的民族自豪感。同时当前在贸易摩擦、国家经济内循环的背景下，部分国内外相关舆论事件的催化，促使国产品牌获得了前所未有的关注度。

图11：国货崛起的势头仍在体现



资料来源：普华永道《2023年全球消费者洞察调研》、国信证券经济研究所整理

图12：近一年“国潮”相关内容关注年龄分布

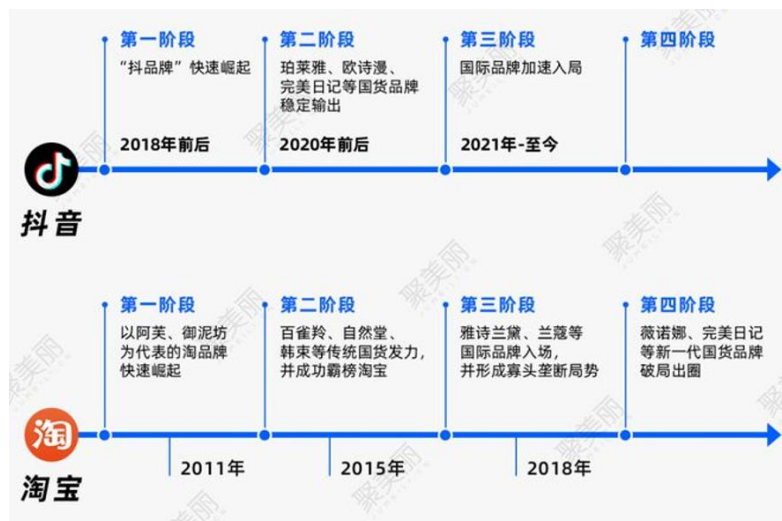


资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

2.2 国货替代核心驱动一：渠道端，国货品牌更适应国内平台的快速更迭

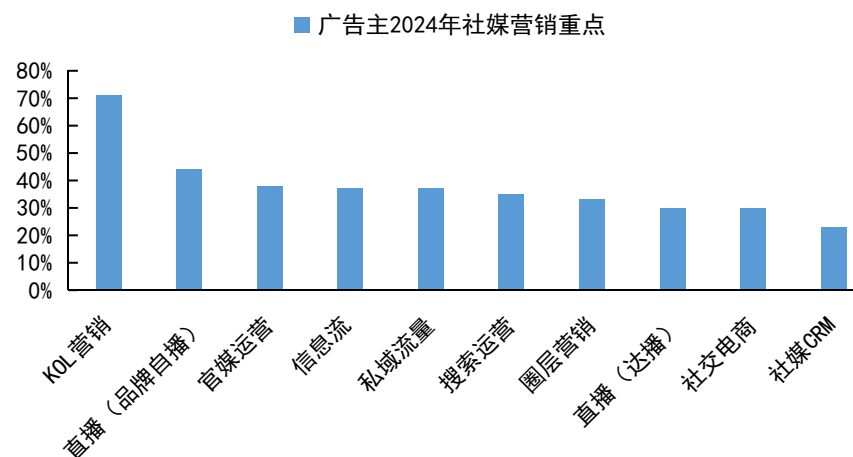
- 国内渠道及营销模式近年来创新层出不穷，商业模式创新领先于全球。也正因此，国际品牌在海外的渠道及营销运营方法论无法复制在国内市场中。在面对不断变化的流量，国内外品牌处于同一起跑线上，且往往国货品牌由于更加敏锐的嗅觉和更加灵活的组织能够更为领先的实现相关布局抢占先机。因此在历次新流量平台出现的初期均是国货品牌占据主导：如2022年以来，多个国货品牌通过抖音电商渠道实现弯道超车，不仅通过直播电商布局销售端，也包括利用短剧等新营销模式布局营销端，共同助力实现销量的快速提升。
- 同时目前通过KOL达人进行带货和销售已经占据美妆品牌营销的主要地位，但人格化的营销内容也容易受到公众舆论的影响，近期已有多位头部KOL因多种舆论事件的影响而被流量反噬，因此未来KOL们对于舆情的重视度将不断高，因而对于任何有潜在舆论风险的品牌都会被谨慎对待，诸如去年日本核废水事件后，KOL们纷纷主动降低对相关品牌的曝光，这将对品牌与消费者之间的链接弱化产生决定性影响，从而一定程度上进一步有助于国货品牌的份额获取。

图13：抖音和淘宝发展初期均由国货品牌首先占据主导



资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

图14：广告主2024年营销重点方式选择

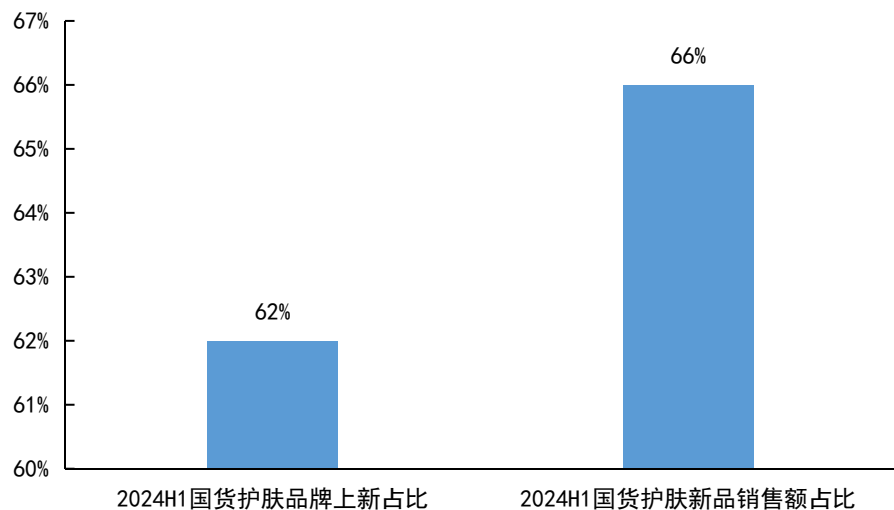


资料来源：秒针系统《2024数字营销趋势报告》、国信证券经济研究所整理

2.3 国货替代核心驱动二：产品端，产品力的领先是崛起之根基

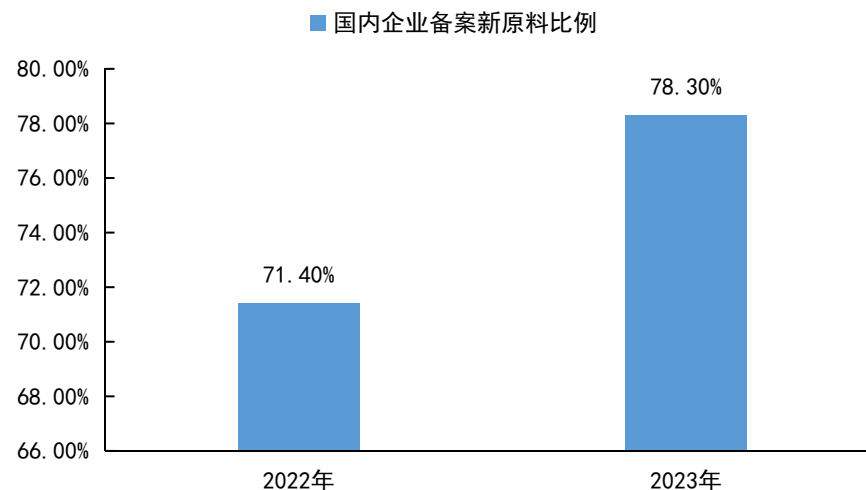
- 我们认为产品力超越乃至领先是国货崛起的真正根基。对于营销或是渠道变革的领先把握所带来的红利往往都是短暂的，长期来看能够为消费者提供差异化的真正好产品才可以在与国际品牌的竞争中树立真正的壁垒，而目前国货美妆品牌正在这一维度上不断证明自己。
- 首先从产品迭代能力来看：凭借国内强大制造业实力，化妆品行业基本所有国货品牌均具备了不亚于国际品牌的高质量且能够快速反应的生产供应链能力；同时DTC渠道的熟练运用能使得国货品牌具备了快速识别和掌握消费者偏好变化的能力，两者确保了国货品牌往往可以快速根据消费者需求变化实现产品的推新和迭代。根据飞未数据显示，上半年国货品牌在新品发布及销售上均超越海外品牌。
- 其次在产品创新能力来看：国货品牌在部分当下最为火热的产品细分领域中已处于主导地位，如原料层面的重组胶原蛋白，功效层面中的敏感肌护理等，均是由国货品牌主导创新发展，并出现国际品牌跟随的趋势。且国产企业在基础创新领域仍在持续加码，为未来产品的创新继续蓄力，根据CBO数据，2023年化妆品新原料备案数为69个，其中国内企业占比78.3%

图15：国货护肤品上新情况



资料来源：flywheel 飞未、国信证券经济研究所整理

图16：新原料备案中国内企业情况



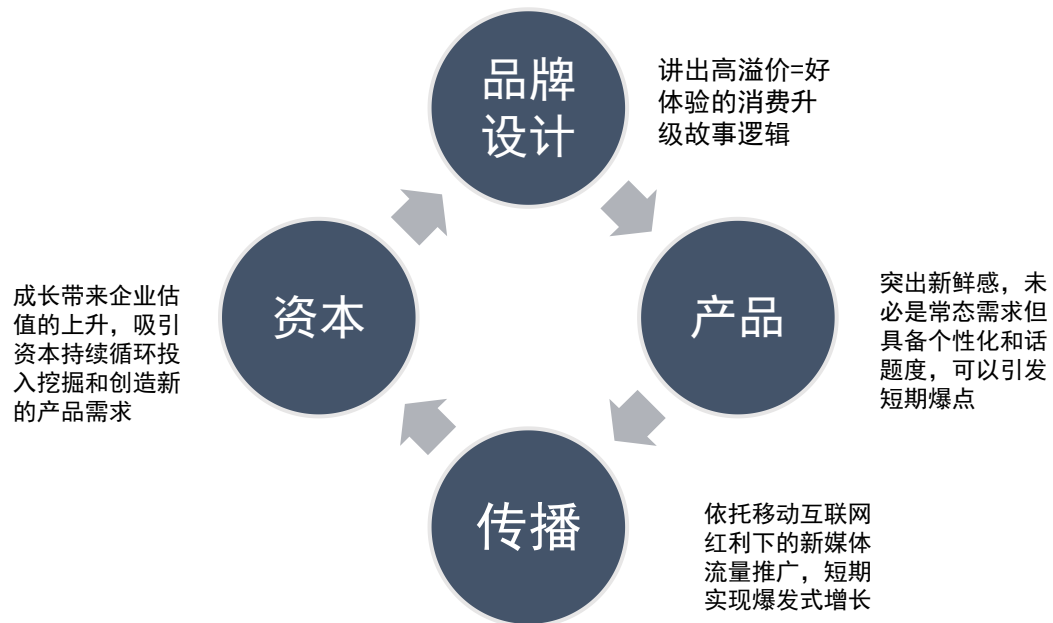
资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

三、国货崛起之路仍道远：产品质价比，组织管理优化，夯实品牌力

3.1.1 此前新消费国货的教训：新时期下国货崛起也需围绕质价比思维

- 固然当下的历史背景与产业变化，为国货崛起提供了很好的土壤，但对于国货品牌来说，打铁还需自身硬，想要持续保持“长红”，最终仍要回到产品逻辑上。随着消费环境的变迁，我们也看到前期部分新消费国货品牌的消费叙事模板已经不一定再奏效：
- 1) 首先，当前的降本增效的大趋势下，平台及品牌端的各类费用投入在减少，背后的资本也在逐步退潮，投入的缺失一定程度上压制了新需求的创造、挖掘和推广，也打破了上述的消费主义循环。2) 其次，社会环境的变化令消费者不再对消费升级时期下的高溢价品牌叙事全盘买单。近期所产生的“雪糕刺客”到“花西币”事件表明，成也流量败也流量，如未及时对品牌声誉资产的维护，后期一旦出现品牌舆情事件后也极为容易出现口碑的反噬和崩塌。

图17：部分新消费国货品牌前期发展模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

图18：在当前性价比的需求导向下叙事模式发生冲突

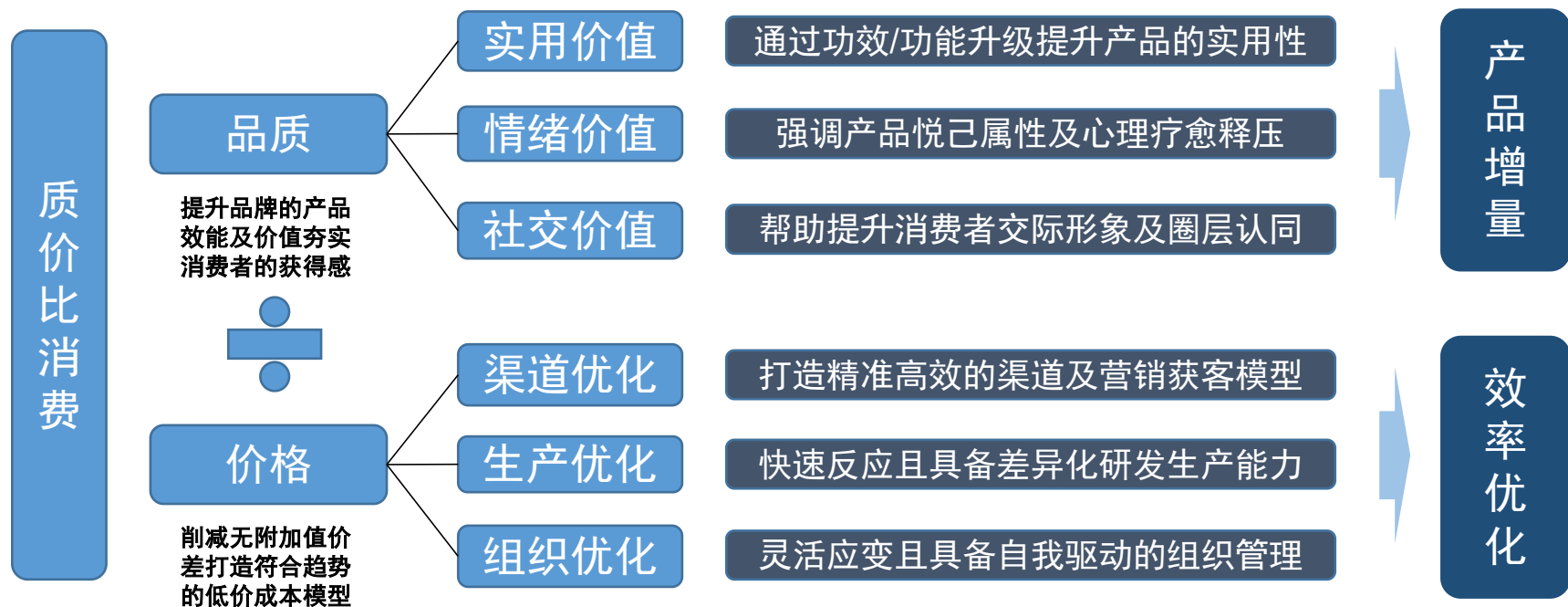


资料来源：新浪热点、国信证券经济研究所整理

3.1.2 紧扣质价比调整运营思路：围绕品质做加法，围绕价格做减法

- 基于上述判断我们认为国货品牌未来的发展重心应该在质价比的提升上，就新的消费环境趋势打造新的品牌叙事，缩减消费者对于品牌所提供产品或服务的“价格-价值”间的体验差。并从质价比的公式出发，围绕品质做加法，围绕价格做减法。
- 围绕品质做加法，用产品创造增量：围绕消费者的需求提升产品价值，或是提升产品实用价值，更有效解决消费实际需求痛点；或是夯实品牌的情绪价值、社交价值等，满足当前经济疗愈期，消费者以低成本方式获得社交情感和安全健康需求。
- 围绕价格做减法，实现效率优化：并不是追求价格战，而是通过从生产到销售的全链路流通革命，打造适应中低消费层的成本结构模型，削减没有附加值的流通价差。

图19：围绕性能做加法，围绕价格做减法



资料来源：国信证券经济研究所梳理

3.2 现代化的管理组织是维护国货长久发展重要基础

- 去年以来国货美妆企业管理层变动较大，我们认为未来搭建一个匹配企业核心战略的现代化自驱型的组织，是能够灵活适应新形势变化，并实现品牌长久运营的基础。总结来看，我们认为一个优异企业组织至少应具备以下几个特征：
 - 1) **适应企业发展的组织架构迭代。**企业的组织架构不应是一成不变的，要适应企业自身发展以及外部变化而有相应的调整。我们往往看到一个品牌在创立初期发展十分迅猛，源于业务早期管理线路单一对应的执行力也较强，但业务做大越发复杂之后，反而面对市场的变化出现船大难掉头的现象，一定程度就是因为组织管理没有跟上自身发展和时代的变化。
 - 2) **合理的考核和激励机制。**搭建合理且市场化的考核及激励机制有助于稳定并吸引人才，从而保证企业长期发展步调的一致性。现实中我们看到企业虽然前台人员个体能力很强，但因为组织不合理的考核分配机制，带来各部门的利益不一致，导致出现效率低下的情况。而合理的激励机制有助于最大程度激发全员的经营活力，稳定现有人才并吸引外部人才。
 - 3) **联动所有前台部门的中台机制。**在具体经营中，我们往往也会看到优秀企业的某个核心人物的离职，会导致品牌原有的战略难以持续推进，体现出高管个体对企业整体的影响较大，这时候需要企业需要搭建一套较高体系化和数字化程度的架构从而减小对于个体的依赖。

图20：现代化组织的特征

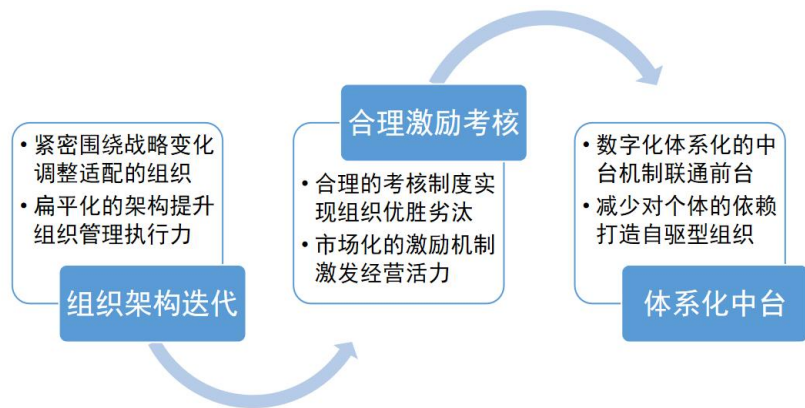


表1：近期化妆品上市公司高管调整情况

公司	时间	调整高管
	2024. 09	CEO方玉友离任，由董事侯亚孟接任
珀莱雅	2024. 07	首席研发官魏晓岚离任
	2024. 01	首席营销官叶伟离任
上海家化	2024. 05	董事长兼CEO潘秋生离任，由原高鑫零售CEO林小海接任
	2024. 08	副总经理叶伟敏离任
丸美股份	2024. 06	子品牌恋火主理人离任
贝泰妮	2023. 03	副总经理兼电商事业部负责人董俊姿离任

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

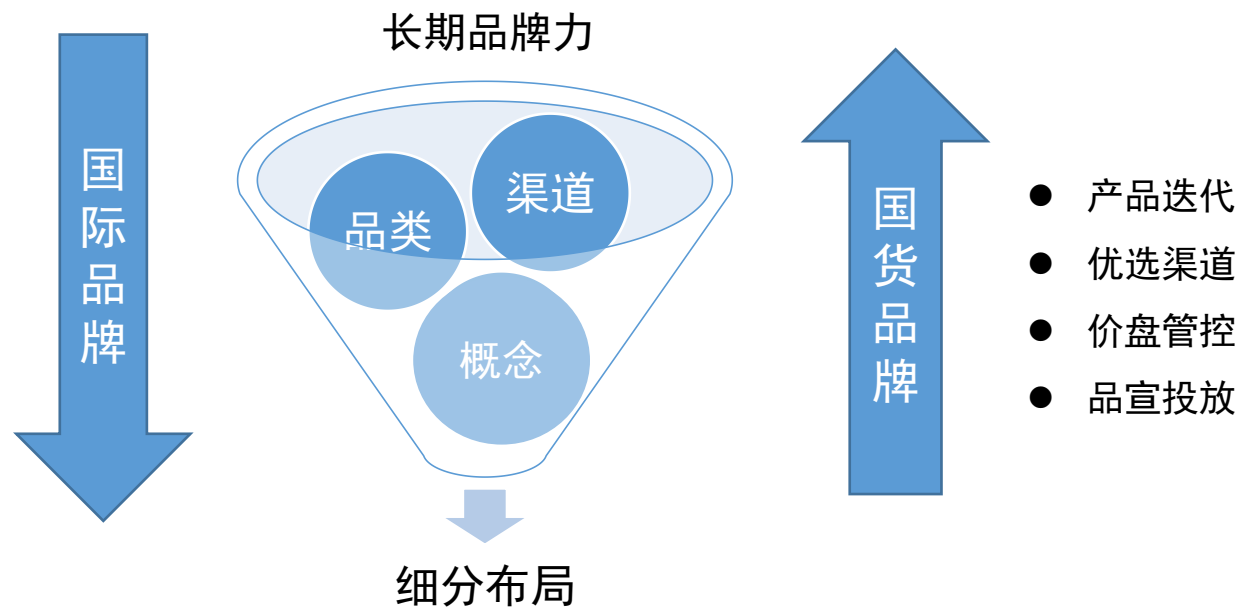
资料来源：品观网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.3 长期来看，品牌力建设仍将是长期方向

- 品牌企业最终壁垒还是在于品牌力，拥有品牌力意味一定程度上具备了自带流量，降低获客成本，在未来的拓品和渠道扩张也将形成正向循环。
- 国际品牌一进入中国市场就借助其全球化的资金、资源实力，通过高举高打在早期就建立了强大的品牌力资产，然后凭借强大的品牌资源，再根据消费者的偏好去布局具体的细分品类、渠道等，犹如一个正向的漏斗形态；而国产品牌由于初创时期资金资源的受限，往往只能通过某一个渠道、品类或是产品概念切入做差异化细分布局，打开业务局面，然后再逐步扩圈实现长期发展，这一布局方式犹如一个反向漏斗。无论是哪种方式最终都是以建立强大的品牌力作为远期支撑，只是后者往往难度更大。
- 因此国货品牌在短期通过某一细分领域实现切入布局后，如果希望能够具备品牌运营持续性和稳定性，未来需要基于消费者需求推进持续的产品升级破圈，并基于自身定位选取适合的渠道布局，且始终做好价格体系管控，以及营销活动中平衡促销与品宣的投入。

图21：国内外品牌发展过程中的漏斗型特征



资料来源：国信证券经济研究所整理

四、投资建议

4.1 投资建议：紧扣国货崛起方向，精选优质国货龙头

- 近两年来美妆板块整体经历了较为充分的回调，目前部分龙头标的估值吸引力正在逐步显现，而且头部国货品牌在今年上半年展现了较为强劲的增长韧性，在当前国货崛起态势较为明确的趋势下，中长期也具备通过获取存量份额实现持续增长的确定性。
- 首先，我们建议关注当前已经在产品升级以及运营优化中证明自身能力，未来有望沿着品牌升级路径持续推进成长的国货龙头。主要包括美妆品牌**珀莱雅**：在精细化的渠道营销运营基础上，近年来通过大单品策略实现产品端的迭代升级，进而带动了客单价的跃升，并将成功方法论逐步应用于新品牌孵化实现多品牌持续增长；**巨子生物**：通过重组胶原蛋白这一原料优势切入，深耕优势品类，并积极开拓品类扩张实现了持续稳定的高盈利性增长；**丸美股份**：其主品牌在深耕眼部护理赛道的基础上积极向抗衰赛道拓展品类，同时第二曲线品牌**恋火**在优质产品的助推下实现稳步增长，同时未来不排除持续的外延布局开拓新增长曲线。
- 其次，我们也建议积极关注定价合理，产品力有差异化竞争优势，正在逐步突围的国货黑马：包括母婴洗护龙头**润本股份**：依托极具性价比的价格定位，积极推进产品推新迭代，并通过抖音渠道差异化突围实现了靓丽增长；**上美股份**：旗下**韩束**品牌，通过套装化的产品定位，具备较强的性价比，同时通过抖音短剧等传播形式，实现快速放量爆发，目前已多月蝉联抖音电商美妆类目第一。
- 此外，具备较强品牌力基础但前期由于渠道模式或是产品结构未能及时适应行业变化，而阶段性出现增长失速的企业，未来有望在管理团队的调整基础上，积极调整转型，或是培养新增长曲线从而重回增长轨道。主要包括：**贝泰妮**、**福瑞达**、**华熙生物**、**上海家化**、**水羊股份**等；

4.2 附表：重点公司估值表

表6：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 09-13	总市值（亿元） 09-13	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300957.SZ	贝泰妮	优于大市	40.59	172	1.79	2.22	2.47	2.67	38.16	18.26	16.41	15.18
603605.SH	珀莱雅	优于大市	85.39	339	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.46	17.13	14.33
300740.SZ	水羊股份	优于大市	9.95	39	0.75	0.78	0.92	1.01	22.08	12.70	10.81	9.87
603983.SH	丸美股份	优于大市	21.26	85	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	23.16	18.46	15.32
300856.SZ	科思股份	优于大市	23.51	80	4.33	2.59	3.14	3.76	14.36	9.07	7.48	6.25
600223.SH	福瑞达	优于大市	5.92	60	0.30	0.32	0.37	0.42	32.27	18.60	16.11	14.13
600315.SH	上海家化	优于大市	13.97	94	0.74	0.63	0.70	0.74	18.89	22.12	19.99	18.79
2367.HK	巨子生物	优于大市	36.20	372	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	17.01	13.20	11.12

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测,注:巨子生物价格为港元

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032