

➤ **消费复苏指标跟踪：22 年规模增速触底，客流持续恢复，消费力逐渐修复，23 年消费回暖预期较强。**2022 年社会消费品零售总额 439733 亿元/yoy-0.2%，其中限额以上化妆品零售额为 3936 亿元/yoy-4.5%，自 2000 年来首次出现负增长。我们认为主要原因是①基数较高：21 年由于直播电商的兴起，许多消费者进行了提前消费；②疫情反复导致使用场景缺失以及物流不畅；③行业法规趋严，推新速度减慢；④消费者信心下滑和人均收入增速放缓。2023 年在消费相关政策鼓励下，目前市内客流、跨省市客流以及线下消费客流均展现不同程度的恢复，疫情放开后线下场景修复，且消费预期和信心触及底部区域，进入逐步爬升阶段，消费在多重因素刺激下有望改善。

➤ **外资集团业绩跟踪：疫情放开后，收入和利润陆续恢复。**从化妆品行业规模增速来看，日韩的美妆行业规模增速均从 21 年下半年开始恢复正增长，且增速高于整体零售额增速。在互联网发展、女性意识觉醒以及韩流文化的影响下，亚洲女性消费者越来越重视美妆消费。从分地区收入与利润来看，大部分美妆集团北美地区的收入基本在 21Q3 开始恢复至 2019 年水平，利润在 22 年下半年出现转折，而亚洲地区的收入受中国市场影响较大，参考北美地区的复苏节奏，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂在疫情管制政策边际放松后 2-4 个季度后恢复收入和利润，亚洲地区收入有望在中国疫情放开后恢复。

➤ **国内美妆行业跟踪：外资品牌提价，国货品牌推新，行业景气度有望恢复。**从行业的“价”方面来看，23 年以来外资品牌大范围提价，幅度基本在 5-20%，分品类看，旗下经典大单品价格较稳定，其他产品比如理肤泉 B5 水杨酸精华、雪花秀紧致修护水乳等价格波动相对较大；彩妆的价格变动幅度大于护肤品，我们认为主因①成本端：生产和销售成本增加；②消费端：中高端化妆品的需求弹性较小，涨价以增厚收入；③品牌发展：涨价维持高端的品牌调性；④品类：出行需求增加使得彩妆和香氛需求增加。从行业的“量”来看，国货持续推新，注入新动力。但相比 22 年推新节奏放缓，我们认为主要因为品牌的竞争从重“量”转变为重“质”，其中珀莱雅 2 月推出云朵防晒、红宝石水如 2.0、红宝石面膜 2.0，华熙生物 2 月推出米蓓尔 3A 紫精华。从药监局备案情况来看，头部品牌的新品储备丰富，有望在 23 年陆续放量。

➤ **短期看“38 节”大促，中长期看行业复苏给龙头品牌和代工制造带来的布局机会。**复盘 2019-2023 年 2 月 21 日申万化妆品指数的走势，在电商销售占比逐渐提升的影响下，每逢电商大促前夕，行业整体估值上行。疫情前 19 年“38”节、“618”以及“双 11”，大概从节前 1 个月开始估值上升，在大促结束后一个月回调，整个过程持续 2 个月；疫情后行业变化较大、不确定因素较多，估值上升和回调过程的持续时间不稳定。当下的化妆品消费者追求极致性价比，使得化妆品消费呈现季节性特点。在出行社交需求提升拉动对彩妆、精细化护肤的需求，以及在板块的复苏 β 推动下，我们看好国货品牌从“38”节“催化剂”开始逐渐放量，板块估值回升。

➤ **投资建议：**推荐经营提效、管理改革的全产业链布局龙头**华熙生物**；不断推新、产品升级的**珀莱雅**；主品牌矩阵不断丰富、高端抗衰品牌 Aoxmed 持续布局线下医美机构的**贝泰妮**；深耕重组胶原研发的**巨子生物**。建议关注业务聚焦、盈利能力提升的**鲁商发展**；业绩高弹性的制造端标的**青松股份**、**嘉亨家化**，以及产能不断释放的**科思股份**。其他相关公司包括电商渠道改革、主品牌&第二品牌发力的**丸美股份**。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧；营销模式无法顺应市场变化；供应链中断。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300957.SZ	贝泰妮	139.94	2.71	3.52	4.52	52	40	31	推荐
603605.SH	珀莱雅	186.67	2.71	3.49	4.13	69	53	45	推荐
688363.SH	华熙生物	124.53	2.01	2.77	3.62	62	45	34	推荐
2367.HK	巨子生物	53.27	0.99	1.31	1.73	54	41	31	推荐
600223.SH	鲁商发展	11.67	0.32	0.5	0.68	36	23	17	推荐
300856.SZ	科思股份	56.50	2.28	2.77	3.27	25	20	17	推荐
300955.SZ	嘉亨家化	27.85	1.02	1.55	1.99	27	18	14	推荐
300132.SZ	青松股份	7.42	-1.22	0.23	0.41	-	32	18	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 2 日收盘价，其中巨子生物股价货币单位为人民币，当日汇率为 1 港币=0.8804 元人民币）

## 推荐

## 维持评级



### 分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009  
 电话：13122831967  
 邮箱：liuwenzheng@mszq.com

### 分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001  
 电话：15051878378  
 邮箱：xiehuixin@mszq.com

### 研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036  
 电话：19521499976  
 邮箱：liuyanjing@mszq.com

## 相关研究

- 零售周观点：PCHi 大会多个国货品牌发布化妆品新原料，美国订婚戒指支出下滑-2023/02/19
- 零售周观点：欧莱雅集团 22 年收入增长强劲，中国黄金成立培育钻石（新材料）事业部-2023/02/12
- 零售周观点：1 月淘系+抖音美妆大盘 GMV 同比-25%~-6%：珀莱雅、巨子生物、丸美股份表现亮眼-2023/02/05
- 零售周观点：春节假期各省市消费回暖明显，看好线下消费复苏趋势-2023/01/29
- “庖丁解牛”拆解招股书（十二）环亚科技：“多品牌、多品类、全渠道、全球经营”的综合性化妆品企业-2023/01/20

# 目录

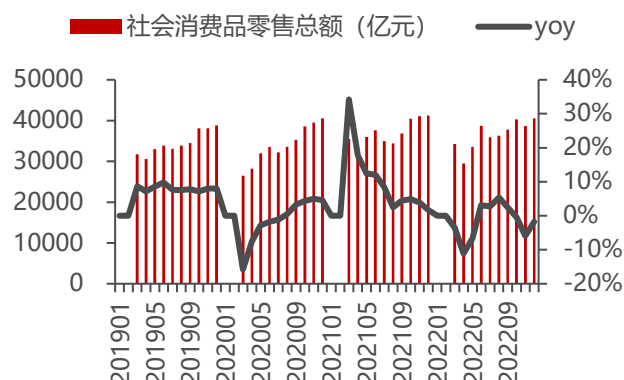
<b>1 消费复苏指标跟踪—22 年规模增速触底，客流恢复、消费力修复，23 年消费回暖预期较强</b>	<b>3</b>
1.1 规模数据跟踪：22 年社零总额基本持平，网上商品零售额保持增长	3
1.2 客流量指标跟踪：市内客流、跨省市客流以及线下消费客流均展现不同程度的恢复	4
1.3 消费力跟踪：消费预期和信心触及底部，疫情放开及相关政策刺激下有望改善	7
<b>2 外资集团业绩跟踪—疫情放开后，收入和利润陆续恢复</b>	<b>9</b>
2.1 美日韩的美妆行业：日韩美护零售额降幅低于整体零售，板块韧性足	9
2.2 美妆集团的地区收入及利润：参考北美地区的美妆集团收入，其亚洲地区收入有望在中国疫情放开后恢复	10
2.3 美妆集团估值：受疫情影响估值下行，先于业绩恢复	12
<b>3 国内美妆行业跟踪—外资品牌提价，国货品牌推新，行业景气度有望恢复</b>	<b>14</b>
3.1 规模跟踪：22 年社零增速和电商增速触底，23 年有望反转	14
3.2 价：外资品牌大范围提价，行业规模增速有望反弹	17
3.3 量：国货持续推新，注入新动力	22
3.4 催化剂：大促节点前估值进入上升通道	27
3.5 投资建议：短期看“38 节”大促，中长期看行业复苏给龙头品牌和代工制造带来的布局机会	31
<b>4 风险提示</b>	<b>32</b>
<b>插图目录</b>	<b>33</b>
<b>表格目录</b>	<b>33</b>

# 1 消费复苏指标跟踪—22 年规模增速触底，客流恢复、消费力修复，23 年消费回暖预期较强

## 1.1 规模数据跟踪：22 年社零总额基本持平，网上商品零售额保持增长

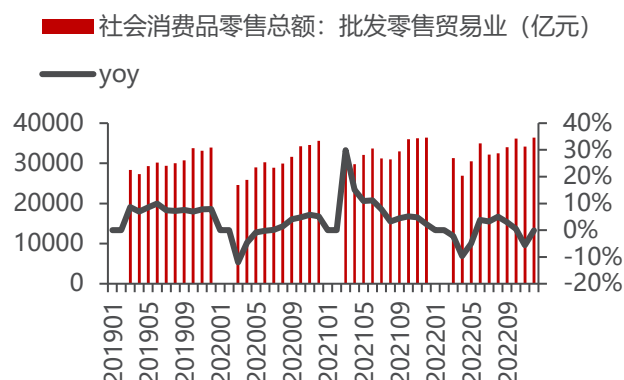
22 年受到多地疫情蔓延的影响，消费品零售额增长承压，线上销售占比持续提升。2022 年社会消费品零售总额 439733 亿元，同比下降 0.2%。全国网上零售额 137853 亿元，同比增长 4.0%。其中，实物商品网上零售额 119642 亿元，同比增长 6.2%，占社会消费品零售总额的比重为 27.2%。疫情影响下，消费场景缺失、物流不畅、居民收入降低等因素，多方面影响消费。

图1：社会消费品零售总额



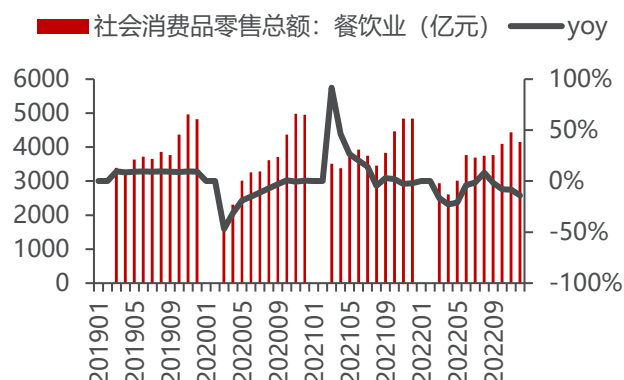
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：批发零售贸易业消费品零售总额及 yoy



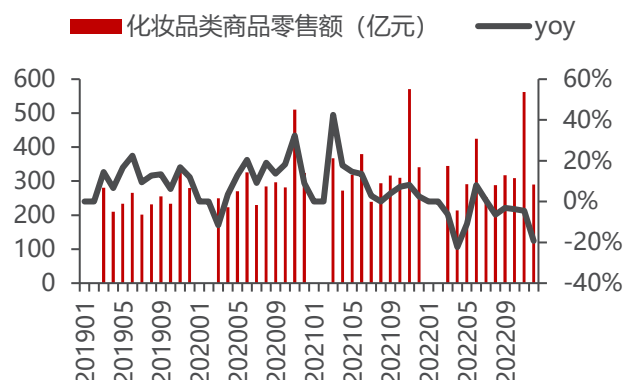
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：社会消费品零售总额餐饮业类及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：化妆品类商品零售额及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

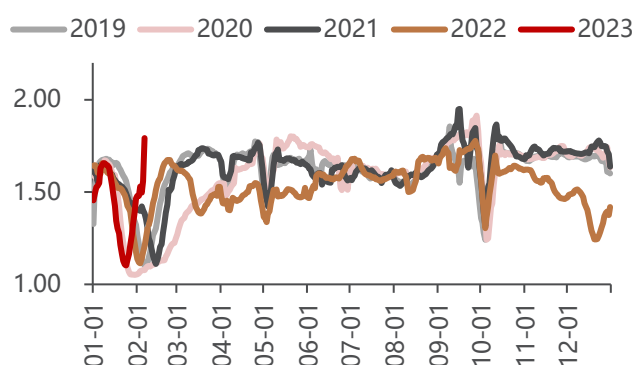
## 1.2 客流量指标跟踪：市内客流、跨省市客流以及线下消费

### 费客流均展现不同程度的恢复

#### 1.2.1 市内客流

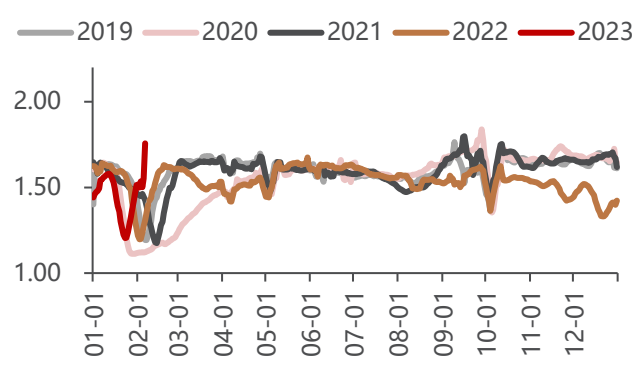
春节期间人员流动量变大，拥堵指数已超过 2019 年高点。从 1 月中旬开始拥堵延时指数明显回落，主要是因为临近春节，居民返乡潮影响所致，但一二三线城市回落的程度依次减弱，随着节后逐渐复工，指数已开始快速上升，目前已超过 2019 年的节后高点。

图5：一线城市拥堵延时指数（7 天滑动平均）



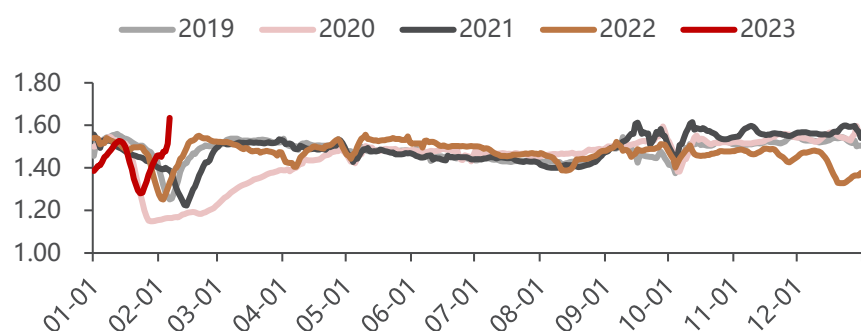
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：二线城市拥堵延时指数（7 天滑动平均）



资料来源：wind，民生证券研究院

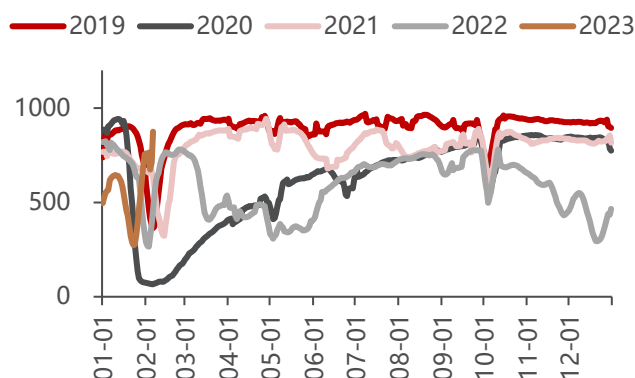
图7：三线城市拥堵延时指数（7 天滑动平均）



资料来源：wind，民生证券研究院

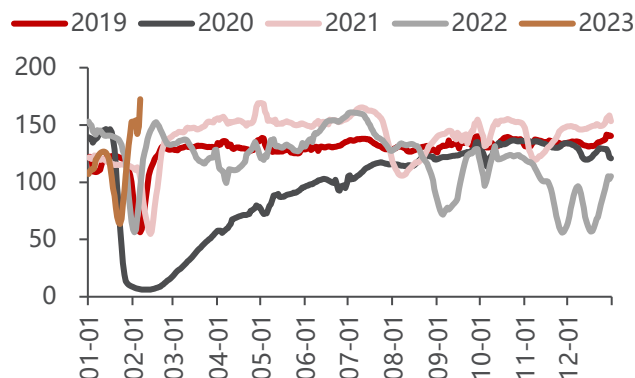
分城市等级来看，二线城市的地铁客运量恢复程度更高。从修复程度看，春节期间二线城市的地铁客运量已超过 2019 年的水平，春节后超过 150 万人。一线城市的客运量还在持续的上升过程中，春节后达到 900 万人，与 2021 和 2022 基本持平，明显超过 2020 年水平。

图8：一线城市地铁客运量（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：二线城市地铁客运量（万人）

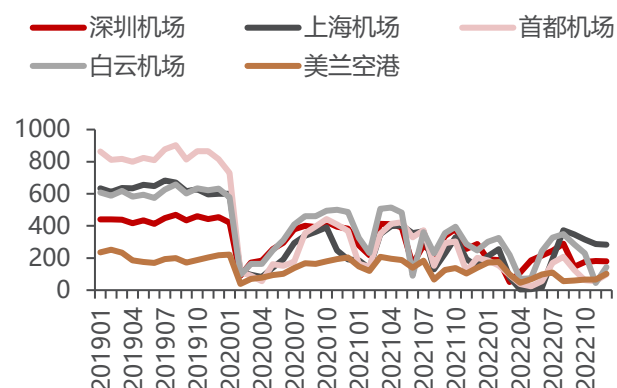


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2.2 跨省市客流

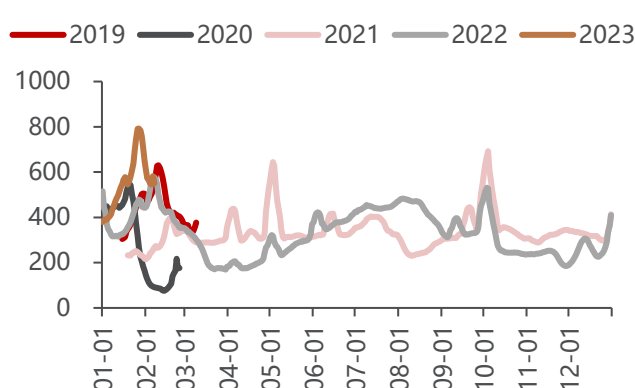
**出行数据不断恢复，迁徙规模指数超过 2019 年同期。**据文化和旅游部数据中心日前测算，2023 年春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期（春节）的 88.6%；实现国内旅游收入 3758 亿元，同比增长 30.0%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。其中，2023 年的春节期间迁徙规模指数已超过 2019 年峰值，从机场吞吐量来看，仍大幅低于 2019 年水平，我们认为，在恢复至 2019 年水平时，消费将会有更大程度的回暖。

图10：各机场吞吐量（万人/天）



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：迁徙规模指数（七日滑动平均）

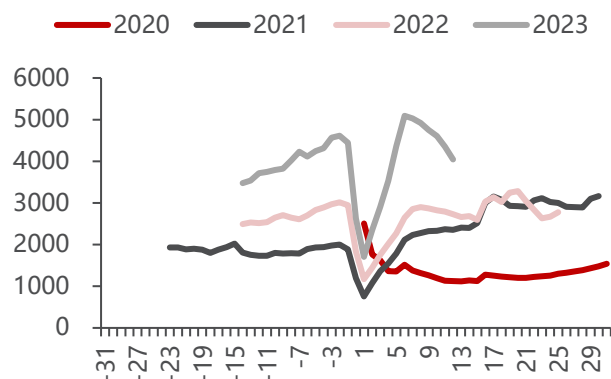


资料来源：百度地图，民生证券研究院

**从全国旅客数量来看，2023 年的春节前后相较疫情期间大幅增加。**从全国旅客发送量、公路、铁路和民航旅客发送量来看，呈现相同的趋势。除了传统假日春节（除夕前后 3-4 天）期间，旅客发送量有明显的洼地，2023 年以来有大幅增加，疫情对出行的限制较大，因此放开后的旅客发送量反弹尤为明显。



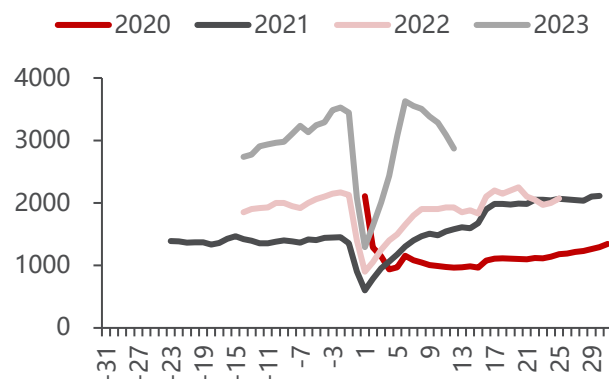
图12：全国旅客发送量（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

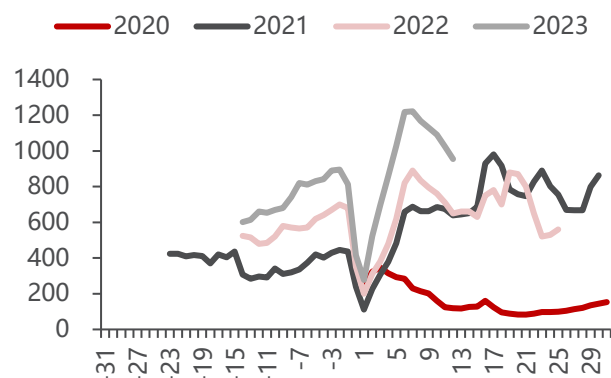
注：横坐标为距离除夕的天数，负数为除夕前，正数表示除夕后

图13：公路旅客发送量（万人）



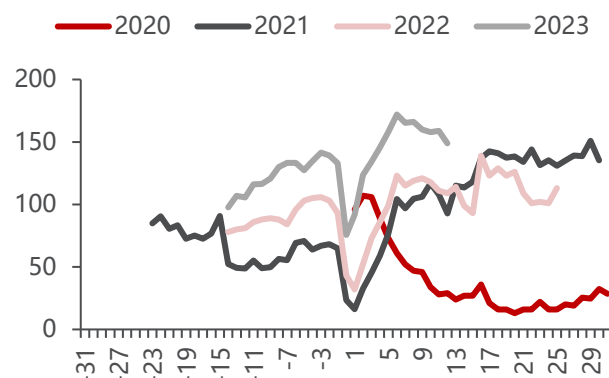
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：铁路旅客发送量（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：民航旅客发送量（万人）

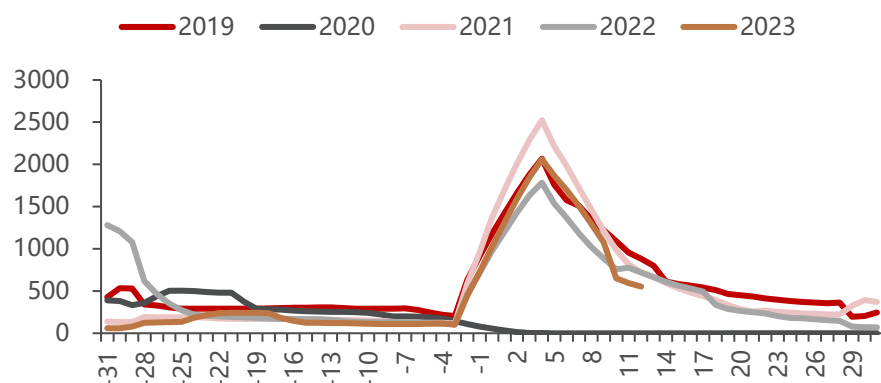


资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.2.3 线下消费客流

春节后电影观影人次已恢复至 2019 年水平，商场销售额同比大幅增长。从观影人次来看，春节前观影淡季，观影人数和票房收入小幅回落，但 2023 年的春节期间观影人次相较疫情封控期间有明显增长，除夕前一个月，观影人次仍低于 2019 年以来的 4 年，除夕之后开始快速增长，初一至初八期间已与 2019 年持平。

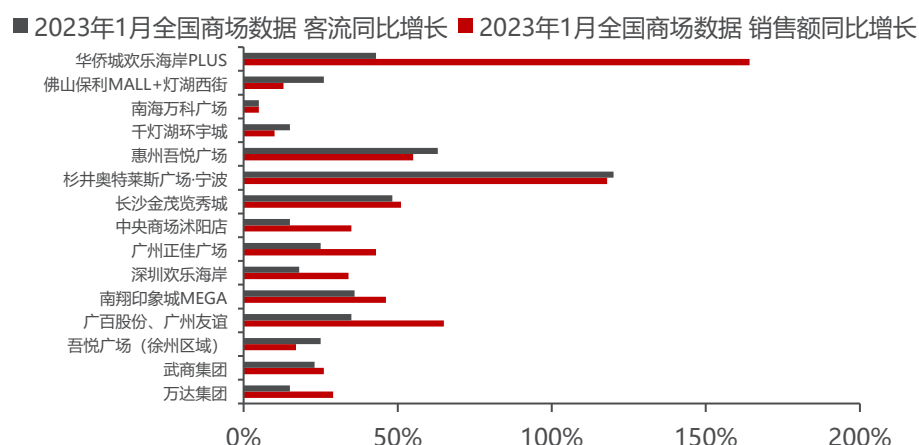
图16：2019-2023 年春节前后观影人次（万人）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：横坐标为距离除夕的天数，负数为除夕前，正数表示除夕后

图17：部分重要商场 23 年 1 月的客流及销售额同比大幅增长

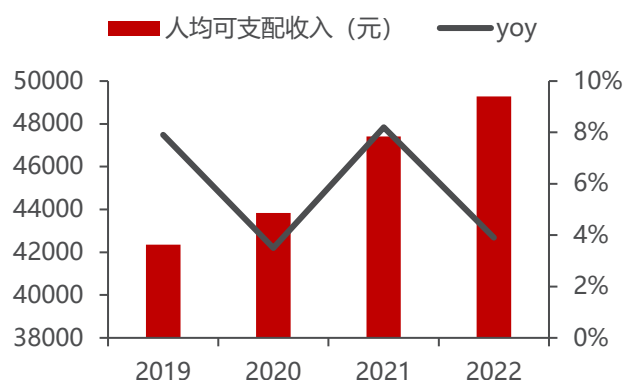


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.3 消费力跟踪：消费预期和信心触及底部，疫情放开及相关政策刺激下有望改善

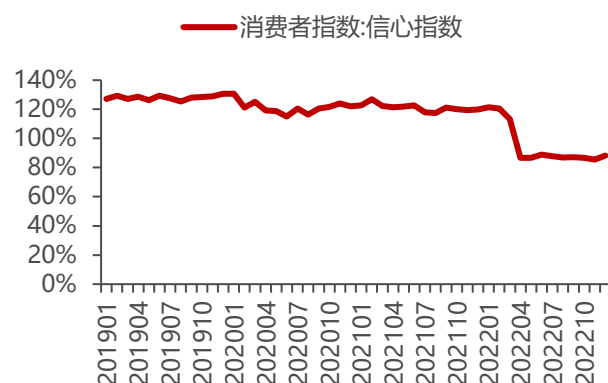
自去年以来，疫情的反复导致消费者信心指数断崖式下滑，不仅就业、收入预期极差，消费意愿也极度低迷，叠加疫情防控也使得消费场景有所受限。此外，居民储蓄率也到达近 5 年的“峰值”。从中央经济工作会议定调看，2023 年的重点任务是以“改善预期、提振信心”为抓手，把扩大内需作为第一要务，并优先消费，将从“消费能力、消费条件、消费场景”三维度发力促消费。在各项政策的刺激下，居民消费有望迎来实质性改善。

图18: 人均可支配收入 (元)



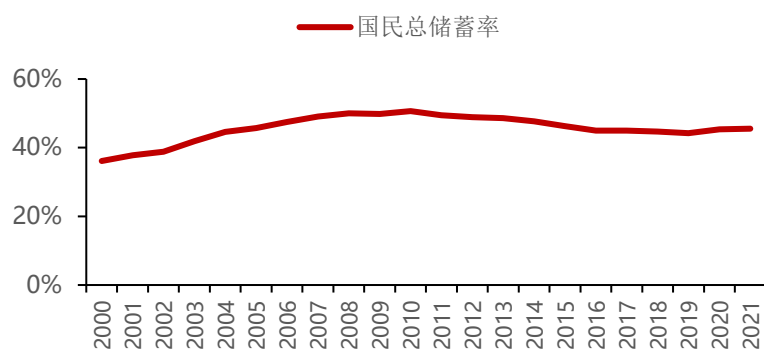
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 消费信心指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 国内国民总储蓄率



资料来源: wind, 民生证券研究院



## 2 外资集团业绩跟踪—疫情放开后，收入和利润陆续恢复

### 2.1 美日韩的美妆行业：日韩美护零售额降幅低于整体零售，板块韧性足

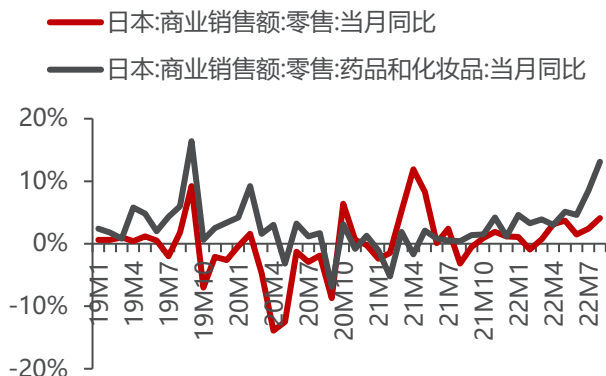
从行业规模增速来看，日韩的美妆（日本以药品和化妆品行业代替）行业规模增速均从 21 年下半年开始恢复正增长，且增速高于整体零售额增速，展现一定的韧性。我们认为主要与日韩的消费习惯相关，在女性意识觉醒，以及韩流文化的影响下，亚洲女性消费者越来越重视美妆消费。

图21：美国零售和食品服务零售额与保健和个人护理店零售额同比增速



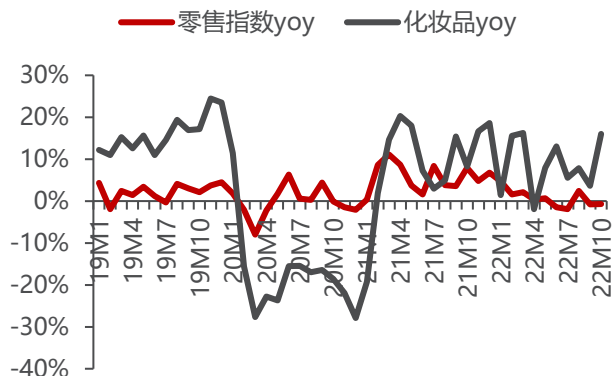
资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：日本商业零售销售额及药品和化妆品销售额同比增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图23：韩国零售额指数和化妆品零售额指数同比增速



资料来源：Statistics Korea, Wind，民生证券研究院

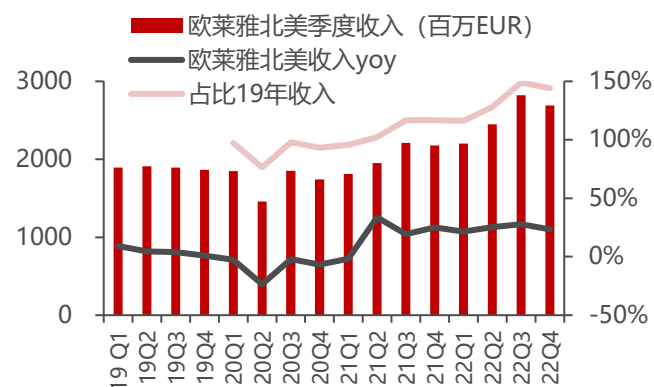
## 2.2 美妆集团的地区收入及利润：参考北美地区的美妆集团

### 团收入，其亚洲地区收入有望在中国疫情放开后恢复

#### 2.2.1 北美：美妆集团收入基本在 21Q3 恢复至疫情前水平，利润滞后恢复 2-4 个季度

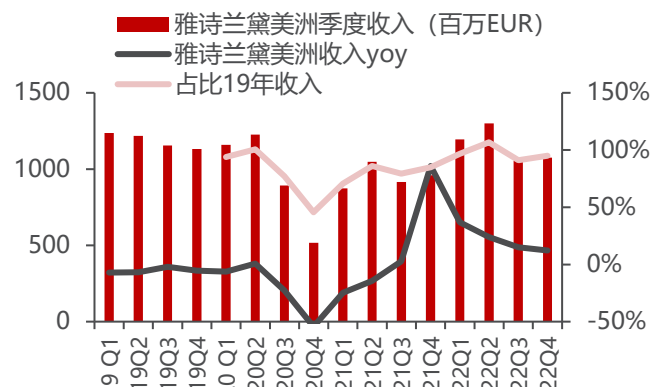
北美地区，美妆集团的收入基本在防疫放松后 2-3 个季度恢复至疫情前水平。从北美地区几大美妆集团的收入增速和相对 19 年收入情况来看，21Q1 开始收入同比增速转正，21Q3 开始收入绝对值基本恢复至 2019 年水平之上。对照北美地区的疫情防护情况来看，美国在 2021 年初进入逐步放松阶段，美妆集团欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、爱茉莉太平洋（AP）的收入也在放松后 2-3 个季度恢复至疫情前水平。

图24：欧莱雅北美地区收入、增速及占比 19 年收入



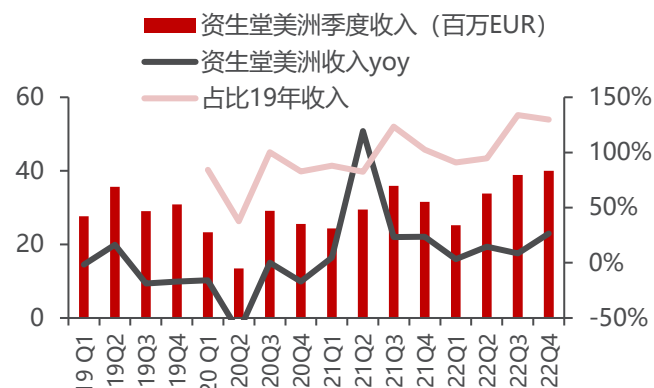
资料来源：彭博，民生证券研究院

图25：雅诗兰黛北美地区收入、增速及占比 19 年收入



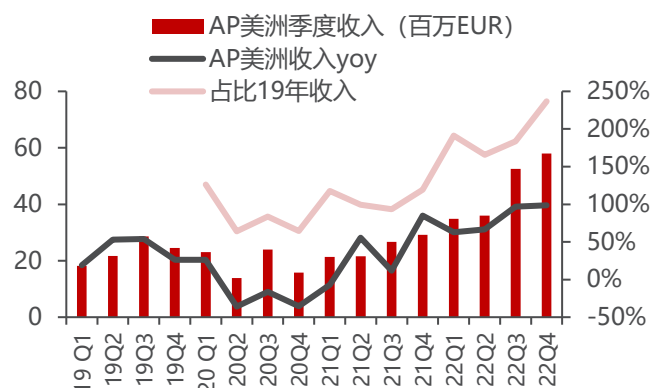
资料来源：wind，民生证券研究院

图26：资生堂北美地区收入、增速及占比 19 年收入



资料来源：彭博，民生证券研究院

图27：AP 北美地区收入、增速及占比 19 年收入

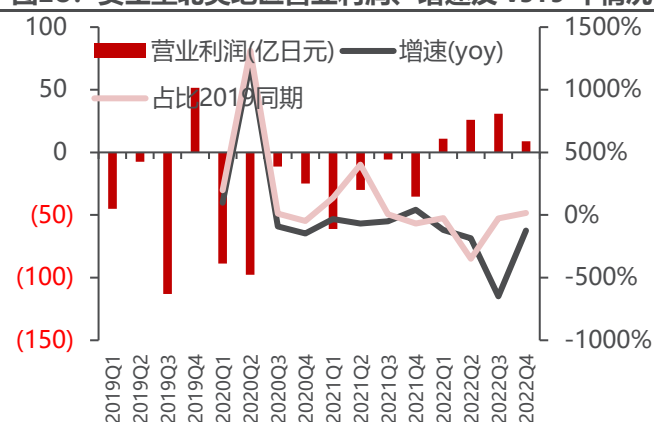


资料来源：wind，民生证券研究院

从利润端来看，恢复速度慢于收入，资生堂集团的北美地区营业利润自 22Q1 开始转正，爱茉莉太平洋集团（AP）除韩国地区的营业利润仍旧不稳定，

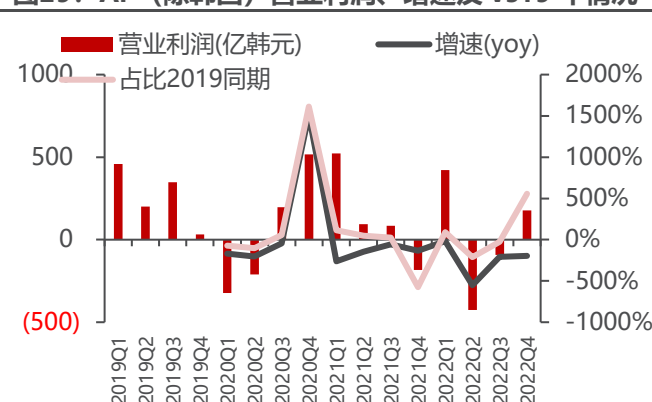
22Q4 出现转折。

图28：资生堂北美地区营业利润、增速及 vs19 年情况



资料来源：彭博，民生证券研究院

图29：AP（除韩国）营业利润、增速及 vs19 年情况

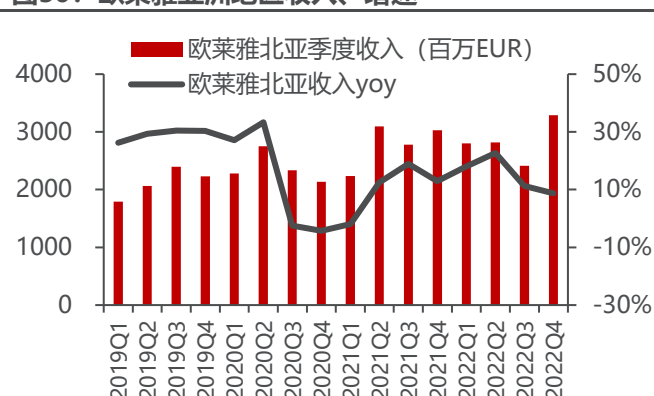


资料来源：彭博，民生证券研究院

## 2.2.2 亚洲：受中国市场疫情反复的影响，各集团收入和利润恢复滞后与北美市场

中国市场在亚洲地区的收入占比较大，从而受到疫情影响较大。从四大美妆集团的亚洲地区收入来看，雅诗兰黛亚洲地区收入自 20 年下半年开始便恢复至疫情前水平；资生堂集团在 22Q3 出现拐点，连续 2 个季度超过疫情前水平；爱茉莉太平洋集团（AP）的收入则仍未实现正增长。我们认为主要的原因是亚洲地区的收入很大一部分来自中国市场的收入，22 年受到国内多地疫情反复的影响，中国美妆市场增长承压，因此美妆集团的收入恢复滞后于北美地区；此外，爱茉莉太平洋集团的中国地区收入受到政治因素的影响，自 16 年开始增速逐渐式微，在疫情期间的抗风险能力较差。

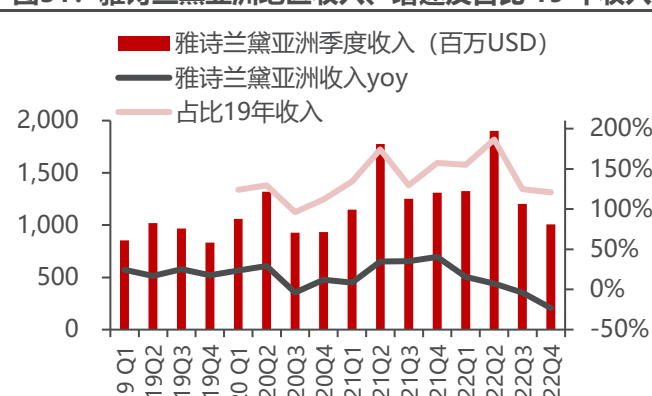
图30：欧莱雅亚洲地区收入、增速



资料来源：彭博，民生证券研究院

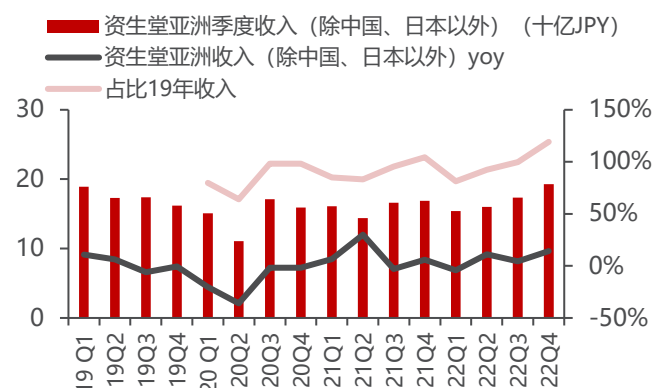
注：19Q1-21Q1 的统计口径为亚太地区，21Q2-22Q4 为北亚地区

图31：雅诗兰黛亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入



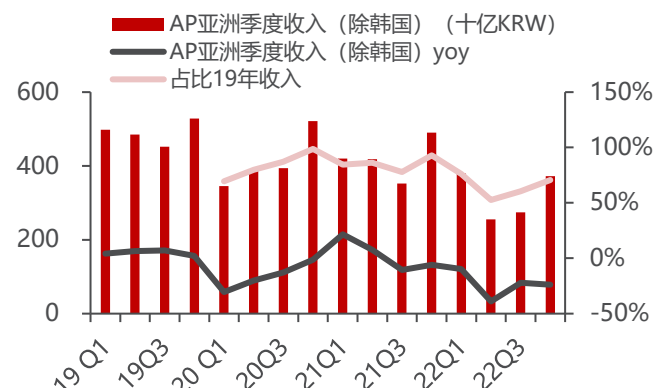
资料来源：wind，民生证券研究院

图32：资生堂亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入



资料来源：彭博，民生证券研究院

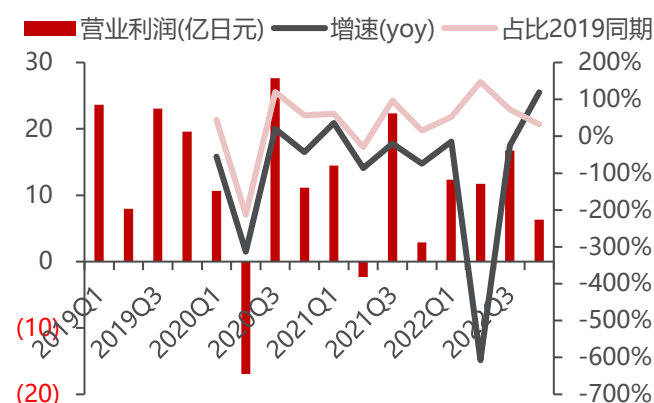
图33：AP 亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入



资料来源：wind，民生证券研究院

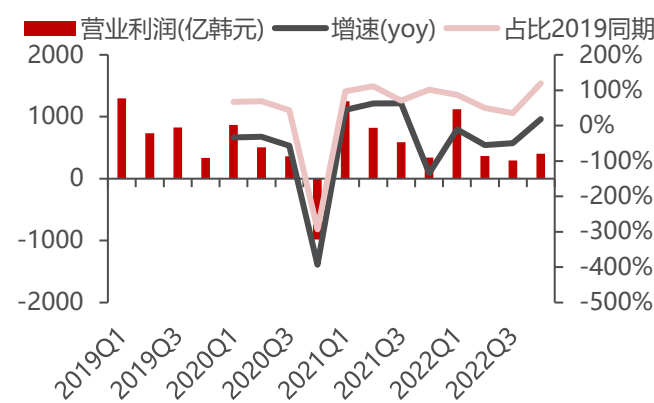
相比于北美地区，资生堂和爱茉莉太平洋集团在亚洲地区的利润相对较高，疫情后仍基本保持盈利。

图34：资生堂亚洲地区营业利润、增速及占比 19 年收入



资料来源：彭博，民生证券研究院

图35：AP 韩国营业利润、增速及 vs19 年情况

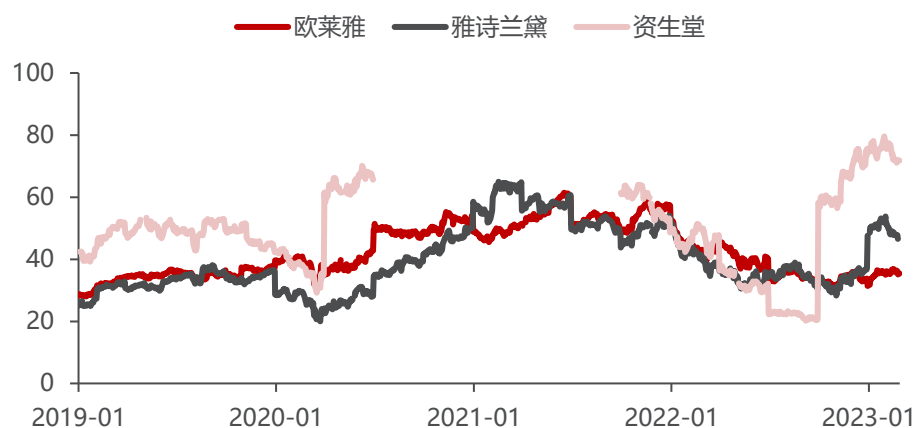


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.3 美妆集团估值：受疫情影响估值下行，先于业绩恢复

复盘美妆集团 2019 年至今的 PE (TTM)，在疫情出现初期，2020 年开始估值下行，持续一个季度左右，4 月三大美妆集团估值开始修复，市场对企业的成长性预期不变，先于业绩恢复。2021 年年末开始三大集团估值再次进入下行通道，我们认为主要因为 21 年末至 22 年中国的疫情反复，而中国市场收入占集团收入比例较大，对估值影响较大，在中国疫情缓解及管控措施放松下，22 年终估值开始修复。

图36：2019-2023 年 2 月欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂 PE (ttm) 变化



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

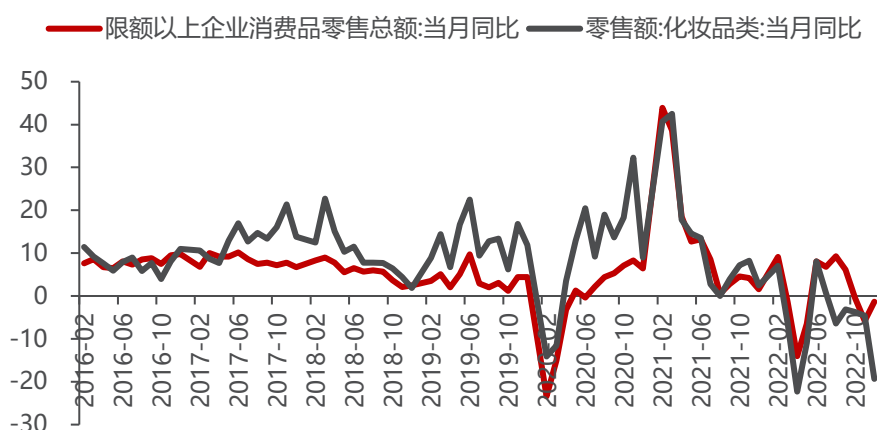
注：数据缺失部分为 EPS 为负值的阶段

### 3 国内美妆行业跟踪—外资品牌提价，国货品牌推新，行业景气度有望恢复

#### 3.1 规模跟踪：22 年社零增速和电商增速触底，23 年有望反转

**社零数据：**2022 年限额以上化妆品零售额为 3936 亿元，累计同比-4.5%，自 2000 年来首次出现负增长；分月度看，自 21 年 7 月化妆品零售额首次低于社零总额增速，22 年 3 月首次出现负增长，全年仅有 2 月、6 月和 7 月同比实现正增长，行业景气度持续承压。

**图37：限额以上企业消费品零售总额与化妆品类当月同比增速**

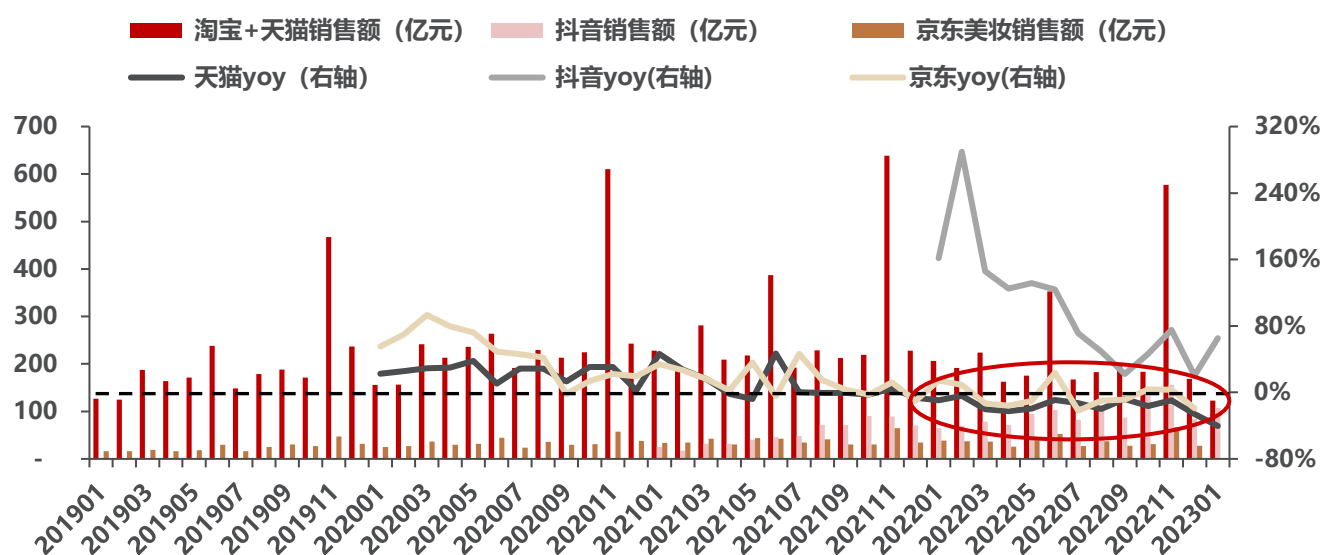


资料来源：wind，民生证券研究院

**电商数据：**淘系流量增速自 22 年以来转负，淘系+京东+抖音合计来看，22 年逐月基本保持持平。



图38：线上渠道美妆品类的销售额及增速



资料来源：魔镜数据，飞瓜数据，民生证券研究院

我们认为，主要原因是①**基数较高**：21年由于直播电商的兴起，线上美妆销售额基数较高，许多消费者进行了提前消费；②**疫情反复**：导致使用场景缺失，从而消耗速度减慢，复购降低，此外物流不畅也影响线上销售；③**行业法规趋严，推新速度减慢**：自2020年国家第一部化妆品新规颁布，到2023年2月，一共出台22个化妆品相关法规，从研发、生产、功效测评、推广定义都做了若干约定。化妆品新品备案的时长大幅增加，使得产品推新速度降低，从而影响销售；④**消费者信心下滑和人均收入下滑**：22年4月开始，受上海疫情等因素影响消费者信心大幅下滑，从稳定在100左右下滑至80左右，22年的人均可支配收入增速也在经济增长乏力的背景下下滑，影响整体消费。

表1：2020年至今化妆品行业相关法规

发布时间	实施时间	颁布机构	法规名称	大概内容
2020.6.29	2021.1.1	国务院	《化妆品监督管理条例》	建立了化妆品注册人、备案人制度，明确了化妆品相关责任人的条件和权限，品牌方也成为了被规范的主体
2021.1.7	2021.5.1	国家市场监督管理总局	《化妆品注册备案管理办法》	对特殊化妆品和风险程度较高的化妆品新原料实行注册管理，对普通化妆品和其他化妆品新原料实行备案管理
2021.3.4	2021.5.1	国家药监局	《化妆品新原料注册备案资料管理规定》	在新原料的3年安全监测期内，注册/备案人每年均需提交新原料的使用情况报告
2021.3.4	2021.5.1	国家药监局	《化妆品注册备案资料管理规定》	对化妆品注册备案资料进行了细化规定，并基于安全对各项资料提出了技术性的要求
2021.4.8	2021.5.1	国家药监局	《化妆品安全评估技术导则（2021年版）》	化妆品注册/备案人应自行或委托专业机构，对原料和产品开展安全评估
2021.4.9	2021.5.1	国家药监局	《化妆品功效宣称评价规范》	除清洁、卸妆等少数功效宣称外，化妆品都需要进行功效宣称评价，并公布相关依据
2021.4.9	2021.5.1	国家药监局	《化妆品分类规则和分类目录》	化妆品注册人、备案人申请特殊化妆品注册或者进行普通化妆品备案时，应当依据《分类规则》填报产品分类编码

2021.4.27	2021.5.1	国家药监局	《已使用化妆品原料目录（2021年版）》	共列出了 8972 种原料，相比 2015 年已使用原料目录中共收录的 8783 种多出了 189 种
2021.5.26	2021.5.26	国家药监局	《化妆品禁用原料目录》	化妆品注册人、备案人不得生产、进口产品配方中使用了《化妆品禁用原料目录》《化妆品禁用植（动）物原料目录》规定的禁用原料的化妆品。
2021.5.26	2021.5.26	国家药监局	《化妆品禁用植（动）物原料目录》	明令禁止使用大麻类、万寿菊类原料
2021.6.3	2022.5.1	国家药监局	《化妆品标签管理办法》	化妆品标签要标注全成分，且不超过 0.1%（w/w）的成分应当以“其他微量成分”作为引导语单独标注
2021.8.2	2022.1.1	国家市场监督管理总局	《化妆品生产经营监督管理办法》	明确了化妆品注册/备案人承担产品质量安全的主体责任
2021.10.8	2022.1.1	国家药监局	《儿童化妆品监督管理规定》	儿童化妆品遵循“安全优先、功效必需、配方极简”原则，化妆品注册/备案人进行安全评估时，在危害识别、暴露量计算等方面，应当考虑儿童的生理特点
2021.11.29	2022.5.1	国家药监局	《国家药监局关于发布儿童化妆品标志的公告》	正式公布儿童化妆品的专属标志“小金盾”，该标志应当等比例标注在销售包装容易被观察到的展示面的左上方，清晰易识别。2022 年 5 月 1 日起申请注册或者进行备案的儿童化妆品，都需要使用此标志
2022.1.7	2022.7.1	国家药监局	《化妆品生产质量管理规范》	化妆品注册/备案人及受托生产企业应当设质量安全负责人，承担产品质量安全管理和产品放行职责
2022.2.21	2022.10.1	国家药监局	《化妆品不良反应监测管理办法》	化妆品注册/备案人应当监测其上市销售化妆品的不良反应
2022.8.19	2022.10.1	国家药监局	《关于正式实施化妆品电子注册证的公告》	自 2022 年 10 月 1 日起，按照《化妆品注册备案管理办法》获准注册的特殊化妆品和化妆品新原料，及获准注册证变更、延续的特殊化妆品，发放电子注册证
2022.9.20	2022.10.1	国家药监局	《关于新版国家化妆品不良反应监测系统上线运行的通告》	化妆品注册人、备案人、受托生产企业、化妆品经营者、医疗机构在发现或者获知化妆品不良反应后，应当通过国家化妆品不良反应监测系统报告
2022.10.25	2022.12.1	国家药监局	《化妆品生产质量管理规范检查要点及判定原则》	对检查判定为“生产质量管理体系存在缺陷”的企业，负责药品监督管理的部门应当督促其在规定时间内完成整改并提交整改报告，必要时可以组织现场复查
2022.11.10	2022.11.10	国家药监局	《关于开展化妆品个性化服务试点工作的通知》	本次试点自 2022 年 11 月开始，为期 1 年，将探索个性化服务模式，充分发挥行业的市场主体作用，鼓励试点企业围绕彩妆、护肤等普通化妆品，在皮肤检测、产品跟踪、个性化护肤服务方案等方面进行试点
2022.12.29	2023.3.1	国家药监局	《企业落实化妆品质量安全主体责任监督管理规定》	要求化妆品注册人、备案人、受托生产企业的法定代表人应当对化妆品质量安全工作全面负责，提出质量安全负责人制度的关键是有有效履职等各项规定
2023.1.12	2023.3.1	国家药监局	《化妆品抽样检验管理办法》	儿童化妆品和特殊化妆品、使用新原料的化妆品、流通范围广、使用频次高的产品等是抽样检验的重点品类

资料来源：国家药品监督管理局，国家市场监督管理总局，民生证券研究院

随着疫情管控放开，出行、旅游的恢复，化妆品的使用场景持续修复，以及经济回暖下消费者信心和收入的逐渐修复，我们认为品牌经过一年的研发积累，同时在基数较低的情况下，行业有望迎来一波复苏。

## 3.2 价：外资品牌大范围提价，行业规模增速有望反弹

2022 年下半年至今，部分外资大牌进行了价格上调，主要的价格变动特征为主要有两点：

1) 同一品牌下，经典大单品价格较稳定，其他产品价格波动相对较大。主打产品通常较少参与平台的打折促销活动，通常在某一时间节点涨价后，会在未来一段较长时间内稳定地维持这个价格，直到下一次价格变动，历史价格数据曲线成阶梯状。而非主打产品折扣多，日常价格在通常某几个价格上频繁变动，甚至有些品牌的产品价格会出现逐日变动的情况，历史价格数据曲线成不规则锯齿状。

2) 在同一品牌下，通常彩妆类产品的价格变动幅度大于护肤类产品，香氛类产品的价格变动又远大于彩妆类产品。比如兰蔻的护肤品的价格变化幅度大约 2%-3%，彩妆类产品的价格变化幅度大约为 3.5%-4.5%，香氛类产品的价格变化幅度大约为 11%左右。

**表2：近半年部分外资品牌涨价情况整理**

企业	序号	品牌	品类	产品	调价时间	涨价前(元)	涨价后(元)	涨价幅度
宝洁	1	SK-II	PITERA 经典系列	神仙水	2022.9.13	1539	1590	3.31%
			抗老大红瓶系列	大红瓶面霜	2022.9.15	889	919	3.37%
			小灯泡系列	小灯泡精华	2022.9.13	1039	1089	4.81%
			金钻臻致系列	金钻臻致精华露	2022.9.12	2200	2270	3.18%
欧莱雅	1	兰蔻	眼霜	小黑瓶发光眼霜	2023.2.1	530	550	3.77%
				菁纯	2022.4.1	1080	1120	3.70%
			粉底液	持妆粉底液	2023.2.1	430	450	4.65%
				菁纯	2023.2.1	950	980	3.16%
			唇膏	小蛮腰雾面哑光	2023.2.1	310	320	3.23%
			防晒霜	小白管	2023.2.1	480	490	2.08%
			爽肤水	粉水	2023.2.1	435	450	3.45%
			香氛	菁纯	2023.2.1	920	950	3.26%
				奇迹香氛	2023.2.1	520	580	11.54%
				殿堂香水	2023.2.1	1620	1720	6.17%
				是我香水	2023.2.1	520	580	11.54%
	2	科颜氏	—	—	2023.2	—	—	3%-8%
	3	赫莲娜	—	—	2023.2	—	—	10%-15%
	4	温碧泉	护肤	八杯水保湿套装	2023.2.1	99	129	30.30%
	5	巴黎欧莱雅	口红	黑管雾面	2022.9.30	109	129	18.35%
			定妆	定妆喷雾	2023.2.6	159	185	16.35%
	6	植村秀	眼影	初花姜六色	2023.2.8	430	480	11.63%
			粉底液	小方瓶羽纱持妆	2023.2.1	460	470	2.17%
			口红	小黑方柔雾唇膏哑光口红	2023.2.1	270	310	14.81%

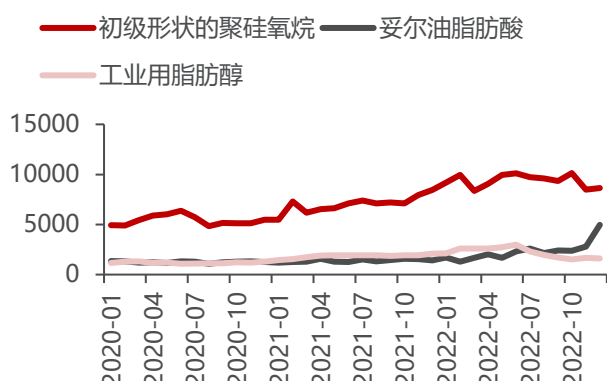
			腮红	小方块腮红持久自然	2022.8.26	190	205	7.89%
				倾慕哑光	2023.2.1	290	310	6.90%
			口红	心机小粉管	2022.7.7	290	300	3.45%
				金管	2022.7.1	290	305	5.17%
	1	雅诗兰黛	粉底液	DW 持妆	2022.7.1	410	420	2.44%
				沁水	2022.9.28	530	550	3.77%
			蜜粉	云烟蜜粉	2022.7.7	500	530	6.00%
			爽肤水	白金水	2023.1.28	1080	1120	3.70%
			精华	黑松露	2023.1.29	1300	1480	13.85%
雅诗兰黛集团			高光	生姜高光	2023.2.1	320	340	6.25%
	2	MAC	腮红	元气麻薯腮红	2023.1.31	235	285	21.28%
			粉底液	无暇粉底液	2023.2.1	340	350	2.94%
			定妆	定妆喷雾	2023.2.1	220	235	6.82%
	3	海蓝之谜	—	—	2023.1	—	—	6%左右
			腮红	小雏菊	2023.1.28	155	185	19.35%
	4	倩碧	卸妆膏	紫胖子	2023.1.28	295	310	5.08%
			口红	甜心撞色	2023.1.28	185	190	2.70%
			粉底液	美白粉底液	2022.7.1	370	375	1.35%
	1	迪奥	—	—	2023.2	—	—	14%-18%
	2	娇兰	—	—	2023.2	—	—	2%-5%
	3	纪梵希	—	—	2023.1	—	—	6%-15%
LVMH集团			唇膏	经典滋润护唇膏	2022.3.10	200	220	10.00%
	4	馥蕾诗	面膜	红茶塑颜紧致面膜	2022.3.10	330	350	6.06%
			精华	玫瑰润泽密集保湿双萃精华	2022.3.10	590	620	5.08%
			眼霜	玫瑰润泽水凝眼霜	2022.3.10	330	350	6.06%
欧舒丹集团	1	欧舒丹	—	—	2022.12	—	—	2%-5%
联合利华集团	1	伊丽莎白雅顿	香氛	绿茶香水	2023.2.1	99	120	21.21%
				白茶身体乳	2023.2.1	240	260	8.33%
Amor ePacif ic	1	悦诗风吟	精华	保湿修缮肌底液	产品价格波动非常频繁，没有明显的价格上涨下降			
			精华	视黄醇 A 醇精华液				
			面霜	保湿修护面霜	2023.2.13	178	162	-8.99%
爱茉莉（太平洋）株式会社	1	雪花秀	精华	男士补水保湿修护	产品价格波动非常频繁，没有明显的价格上涨下降			
			遮瑕	持妆防晒隔离遮瑕				
			粉底液	养肤气垫				
			粉底液	美白气垫				
			乳霜	紧致修护补水保湿				

资料来源：慢慢买 APP、华妆会，民生证券研究院

对于高端外资品牌涨价，我们认为主要原因为：

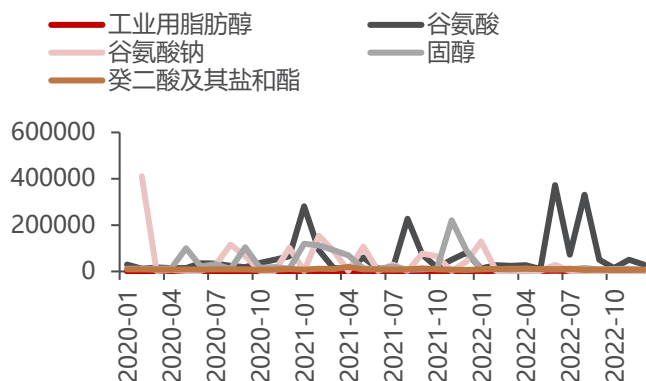
①从成本端来看，生产和销售成本增加，为保证品牌利润而涨价。其中成本的增加主要包括原材料价格上涨，仓储费用上涨，币值汇率变动等等。

图39：2020 年至今部分化妆品原材料进口均价（美元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图40：2020 年至今部分化妆品原材料进口均价（美元/吨）

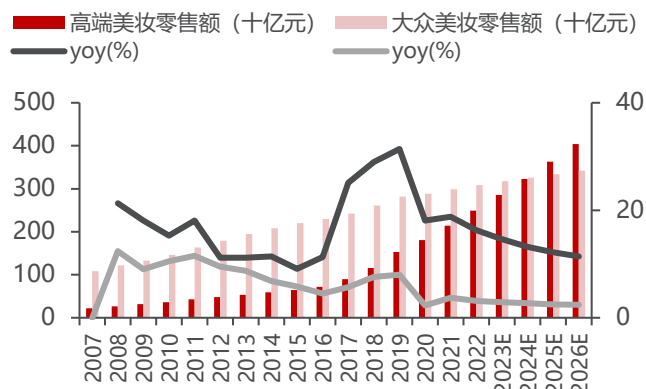


资料来源：wind，民生证券研究院

### ②从消费端来看，中高端化妆品的需求弹性较小，涨价可以为品牌增厚收入。

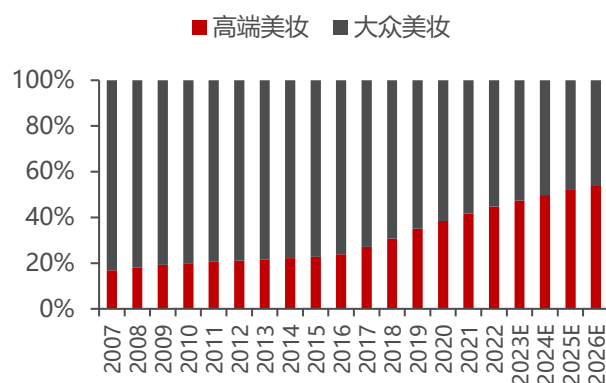
中国消费者对于中高端体系和功效型产品的需求量在上升，18-22 年复合增速 15.85%，超过整体化妆品零售额的复合增速 10.72%，且这部分消费群体的消费需求弹性较小。

图41：高端&大众护肤市场规模及 yoy



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图42：高端美妆 vs 大众美妆规模占比



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

### ③从品牌发展来看，美妆大牌通过涨价维持高端的品牌调性。由于国货品牌的崛起，外资品牌在国内市场的压力越来越大，在“双 11”和“618”中，外资品牌在电商渠道的折扣力度不断增加；此外，免税渠道的促销活动越来越频繁，因此品牌的涨价对于消费者的到手价的影响减弱，因此涨价行为在不影响其销售量的情况下反而可以提升品牌定位。

的崛起，外资品牌在国内市场的压力越来越大，在“双 11”和“618”中，外资品牌在电商渠道的折扣力度不断增加；此外，免税渠道的促销活动越来越频繁，因此品牌的涨价对于消费者的到手价的影响减弱，因此涨价行为在不影响其销售量的情况下反而可以提升品牌定位。



**图43：2022vs2021 年“双 11”李佳琦直播间折扣对比**

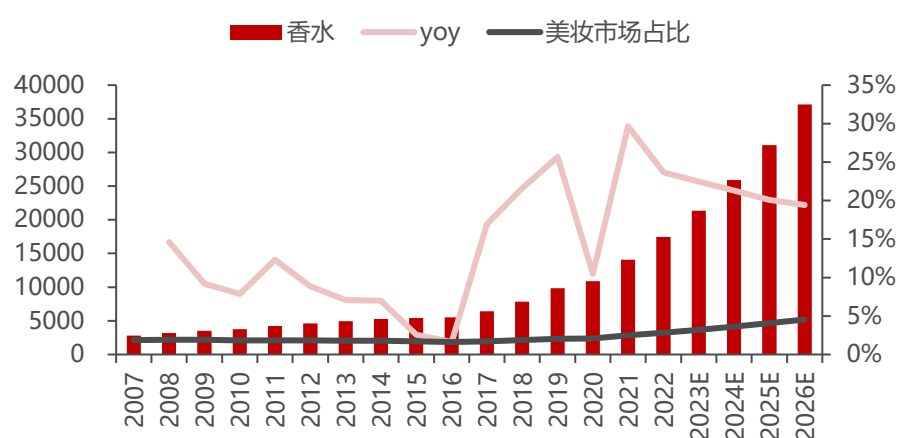
李佳琦直播间折扣对比				2022年				2021年					
品牌	产品	数量及规格	赠品	正装 原价 (元)	赠品 价值 (元)	折扣价 (元)	折扣力度 (=折扣价/(正装原价 +赠品价值))	数量及规格	赠品	正装 原价 (元)	赠品 价值 (元)	折扣价 (元)	折扣力度
娇兰	日晚霜组合	50ml*2	复原蜜30ml+帝皇眼 霜15ml+蜂姿水 40ml*7&15ml*2	2840	3024	2640	45.02%	50ml*2	精粹水150ml+复原蜜 5ml*6+日霜7ml*7	2840	1430	2590	60.66%
	帝皇蜂安蜜 润修护精粹 水	150ml* 2瓶	精粹水150ml*2	1340	1340	990	36.94%	150ml*2 瓶	精粹水40ml*8	1340	1117	990	40.30%
	复原蜜	30ml*2	复原蜜正装 30ml+5ml*6	1520	1520	1190	39.14%	30ml*2	复原蜜5ml*12	1520	1340	1230	43.01%
	金钻修颜气 垫粉底液	一支	替换装气垫*1	650	490	590	51.75%	-	-	-	-	-	-
雅诗兰黛	修护三件组 (小棕瓶精 华+樱花原 生液+胶原 霜)	50ml+2 00ml+7 5ml	小棕瓶15ml*2+樱 花原生液100ml*2+ 胶原霜15ml*5+液 体眼绷带5ml*3+红 石榴洁面*1	2815	3025	2815	48.20%	50ml+20 0ml+75m l	小棕瓶52ml+胶原霜 15ml*5+原生液 50ml*4+正装唇膏+化 妆箱	2815	2485	2700	50.94%
	白金黑松露 精华	30ml*1 瓶	白金黑松露精华 5ml*6+化妆包	1800	1800	1800	50.00%	-	-	-	-	-	-
	白金黑松露 眼部精华	15ml*1 瓶	白金黑松露眼部精华 15ml*1+白金冻龄 面霜7ml*1	1300	1776	1300	42.26%	-	-	-	-	-	-
	日夜抗氧套 装	1套	抗氧化精华 15ml*1+RBE夜间抗 氧化精华15ml*1+ 发光瓶精华 15ml*1+紫米精华 15ml*1	3040	2505	2740	49.41%	1套	抗氧化精华 15ml*1+RBE夜间抗 氧化精华15ml*1+发 光瓶精华15ml*1+紫 米精华15ml*1	3040	2505	2970	53.56%
修丽可	色修精华	30ml*2 瓶	15ml*4瓶+4ml*1	1190	640	1050	57.38%	30ml*2瓶	发光瓶*15ml+B5精华 *15ml+色修精华 *16ml	1190	1133	1050	45.21%
Mac	小金盘	7g	尤雾弹唇釉正装*1+ 迷你化妆刷*1	320	220	270	50.00%	-	-	-	-	-	-
	MAC礼盒	无瑕粉 底液 30ml+ 六色遮 瑕6g+ 卸妆油 150ml+ 水漾唇 膏3g	-	1250	-	599	47.92%	-	-	-	-	-	-
	清爽卸妆油	150ml* 1瓶	清爽卸妆油150ml*1 瓶	260	260	260	50.00%	-	-	-	-	-	-
	无瑕粉底液	30ml*1 瓶	无瑕粉底液30ml*1 瓶	340	340	340	50.00%	30ml*1瓶	粉底液5ml*6+泵头+ 刷子	340	370	320	45.07%
3CE	九宫格	1盘	水光唇釉正装1支+ 单头眼影1支	239	185	169	39.86%	-	-	-	-	-	-
	九宫格	2盘	水光唇釉正装*1+单 头眼影刷*1+修容盘 正装+发夹	478	372	328	38.59%	-	-	-	-	-	-
	透明口红	1支	手持镜+正装丝绒唇 釉*1	139	180	104	32.60%	-	-	-	-	-	-
	透明口红	2支	手持镜+正装丝绒唇 釉*1	278	180	139	30.35%	-	-	-	-	-	-
SK-II	网红三件套	神仙水 230ml+ 小灯泡 30ml+ 大红瓶 50g	6片前男友面膜 +120g洁面霜 +180ml嫩肤清莹露 +80g大红瓶	3600	3211	3600	52.86%	神仙水 230ml+ 小灯泡 30ml+大 红瓶50g	面膜*5+大红瓶80g+ 清莹露30ml*3+化妆 包	3600	3470	3600	50.92%
	神仙水	230ml	神仙水150ml	1590	1037	1590	60.53%	230ml	30ml*3+10ml*4	1590	484	1540	74.25%
	神仙水	230ml* 2	神仙水400ml	3180	2765	3180	53.49%	-	-	-	-	-	-
黛珂	牛油果紫苏 水乳	精华水 150ml+ 牛油果 乳液 150ml 化妆水 200ml +乳液 200ml 洗脸霜 129g +化 妆水 200ml +乳液 200ml	同款精华水150ml + 乳液150ml	600	600	520	43.33%	精华水 150ml+ 牛油果乳 液150ml	同款精华水150ml + 乳液150ml+小紫瓶 15ml	600	870	600	40.82%
	植物欣韵水 乳	200ml +乳液 200ml 洗脸霜 129g +化 妆水 200ml +乳液 200ml	水乳各 50ml*4+14ml*3 + 其他正装	680	751	600	41.92%	-	-	-	-	-	-
	AQ舒活水 乳+洁面套 装	129g + 化 妆水 200ml +乳液 200ml	小紫瓶精华30ml + 同款水乳30ml*7	1730	1880	1380	38.23%	洗脸霜 129g + 化 妆水 200ml +乳 液 200ml	水30ml*7+乳30ml*7	1730	1449	1380	43.41%

资料来源：天猫旗舰店，李佳琦直播间，民生证券研究院



④从品类来看，疫情放开增加了出行需求，使得彩妆和香氛需求增加。对于香氛类产品此次涨价幅度高达 8%-20%，除了受到疫情形势影响以外，也与我国香氛类产品有效使用人群快速扩大有关。外国消费者由于先天基因、气候因素等，对香氛类产品的需求一直较大。而我国消费者此前对香水香氛，香体油的使用相对有限，香水产品在国内市场份额不到 5%，有很大的扩张空间。但是近 1-2 年内，我国消费者对香化类的认知度提高较快，需求量大幅上涨，2021 年香水规模同比增长 29.7%，22 年同比增速为 23.7%。各个品牌对于香水、香精、精油单品类的产品价格目前也在增长，且涨价的幅度较大。

图44：国内市场香水规模（百万元）和 yoy 及美妆市场占比



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

### 3.3 量：国货持续推新，注入新动力

国货推新节奏相对 2022 年放缓，从重“量”转变为重“质”。2023 年以来，部分国货龙头陆续推出新品，一方面为“38”节和“618”蓄水，另一方面不断完善品牌矩阵，强化品牌定位。但相比于 2022 年的推新数量，多数品牌在 23 年放慢节奏，2022 年 1-2 月，珀莱雅推出源力面霜和保龄球橘瓶 2 款新品，润百颜推出 hacc 次抛精华液和玻尿酸美白精华液 2 款新品，夸迪推出美白精华液，薇诺娜推出光透皙白淡斑精华液，颐莲推出极光美白套装烟酰胺美白水乳。我们认为，这样的变化来自于国货品牌对基础研发的重视，对于自主自创有更高的要求，从 PCHI 大会上国货品牌发布的新原料也可看出，比如山西锦波生物的薇核 Col.III、百阜福瑞达的独创性麦角硫因复合原料-百粒因等，更多的国货品牌在当下热门的功效原料方面，进行研发投入并不断产出前沿的成果。

**表3：2023 年部分国货品牌上新产品一览**

		23 年上新计划			推新情况		
公司	品牌	产品	上新时间	价格	核心成分	核心功效	产品升级计划
	薇诺娜	奕采精华眼霜	2023.1	108 元/5g	穿心莲叶、云南高原滇山茶花、乙酰基四肽-5	淡褪三色黑眼圈	将在敏感性皮肤的抗老性产品方向有新突破
贝泰妮		密集舒缓修护精华露	2023.1	2580 元/30ml	丹参根、紫球藻	舒缓修护、抗老	
		密集赋活多效精华液	2023.1	1800 元/15ml	美雅安缇、大果越橘果、麦角硫因	抗老、紧致	
		密集赋活修护精华组合（赋活精华冻干粉+修护精华溶媒液）	2023.1	1320 元/3ml	人源 III 型胶原、精氨酸/赖氨酸多肽	抗老	
		紧致凝时臻颜日霜	2023.1	560 元/15g		抗老、紧致	有望在华南和华北布局
	Aoxmed	紧致凝时臻颜精华液	2023.1	1780 元/30ml	美雅安缇、乙酰基六肽-8、蜡菊提取物	抗老、紧致、提升弹性	400-500 家终端医美机构，以“新医研共创”的视角向“医学级皮肤护理品”的功效护肤方向发展
		紧致凝时臻颜精华水	2023.1	380 元/50ml	美雅安缇、桑黄酮提取物、麦角硫因	透亮、紧致	
		壳聚糖修护喷雾	2023.1	300 元/50ml	壳聚糖、透明质酸	修护、舒缓、保湿	
		密集赋活精华面霜	2023.1	1280 元/15g	胆固醇、神经酰胺、	修屏抗老	
		多层修护舒颜面霜	2023.2	360 元/15g	柑橘果皮提取物、丹参根	脆敏肌修护抗老	
		多层修护舒颜精华露	2023.2	520 元/15ml		脆敏肌抗老	
珀莱雅	珀莱雅	赋能鲜颜优效面膜组合装	2023.1	159 元/5 片	双效六胜肽-1pro 溶液、玻尿酸胜肽、红茶发酵物	保湿、抗皱、紧致	在已有大单品基础上，如双抗、红宝石、源力等，打造核心大单品群；继续提高人群渗透率，并扩宽

						目标人群；基于市场的反馈和变化，持续进行升级迭代
彩棠	争青流玉哑雾口红	2023.1	139 元/支	甘油三（乙基己酸）酯、合成蜡	不易脱色、持久、易上色	围绕“中国妆，原生美”的品牌理念，拓展新品类大单品；完善大底妆体系，升级产品、续推新品，向色彩类品类进行延展，比如唇妆、腮红、眼影、眼线等；深耕“专业化妆师彩妆品牌”的消费者印象
	红海棠限定三色遮瑕膏	2023.2	189 元/盘	矿脂、辛酸/癸酸甘油三酯	遮瑕	
	争青丝雾口红	2023.3	-	-	-	
	争青流玉三色腮红盘	2023.3	-	滑石粉、云母	提升气色、不易脱色	
	争青双色眉粉	2023.3	-	-	-	
Off&Relax	头皮轻盈凝露	2023.1	189 元/150ml	地中海海藻提取物、蓝桉叶精油、PCA 锌	控油、调理、舒缓	将进一步完善品牌背书，提高品牌调性，提升研发实力，结合消费者反馈，持续推进新品开发和现有产品升级
润百颜	玻尿酸高保湿精华水	2023.2	124 元/300ml	mini 分子玻尿酸、二裂酵母提取物、酵母菌/大米发酵产物滤液	焕活明亮	仍将持续提振电商自播渠道，强化抖音、小红书、微博等泛媒体社交平台投放，使品牌声量与销量再创新高
华熙生物	夸迪 紧致、抗皱的眼部产品面世	2023.4	-	-	-	不断优化市场策略，就达人沟通和用户共创细化市场营销、媒介推广内容，向外传递品牌温度和气息
	肌活	以打造“油皮护肤第一品牌”为己任，将围绕“年轻，糙炽热”的主题，开展一系列内容营销。				
	米蓓尔 屏障修护多效调理面膜	2023.2	249 元/110g	III 型胶原蛋白、纤连蛋白、3%发酵型蛹虫草精粹	保湿、修护、强韧	坚持品牌内容高度、深度、广度的金字塔策略，通过微博、知乎、天猫直播间等进行专业知识输出，通过小红书、美丽修行等进行口碑舆情优化，加强敏感肌品牌认知
巨子生物	米蓓尔 轻龄紧致新肌精华液（3A 紫精华）	2023.2	-	新型 A 醇 HPR、高活植物 A 醇、维 A 棕榈酸酯	抗初老、修护、紧致	
	可复美 重组胶原蛋白肌御赋活修护精粹乳	2023.2	369 元/80ml	重组 I 型人胶原蛋白、重组 III 型人胶原蛋白、Mini 小分子重组胶原蛋白肽	修护、保湿、舒缓	依托核心原料、“械字号”专业形象、专业渠道口碑等优势，持续拓展功效护肤品类的广度与深度。
	可丽金	开发新 SKU+现有 SKU 升级，计划进一步扩大线上直销渠道并对线上营销活动投资，以及计划进一步构建线下直销与自有实体业务				
丸美股份	丸美	以眼霜、抗衰老为基调，电商今年会成为增长引擎之一。				
	恋火	坚持两个赛道，干皮的看不见系列，油皮的蹭不掉系列，2023 年终会对看不见系列消费者反馈的建议进行产品的升级；同时会把蹭不掉系列补充完整，粉底液升级，气垫上新、定妆产品的补充。第二，会有一些 IP 限量版上市。				
	颐莲	继续秉持“玻尿酸+”理念，聚合科研投入、功效加持，促进产品迭代、内部功效迭代与外部颜值迭代				

鲁商发展	酵萃精研肌律焕亮面膜	2023.2	118 元/5 片	褐藻酵粹、肌肽、双胜肽	淡纹、抗氧、焕亮	坚持微生态护肤的品牌定位，推出了系列产品，围绕微生态和抗衰老的关系推出褐藻精华，未来还将沿着微生态赛道及独有成分，不断扩充产品线
	益生精研平衡修护面膜	2023.2	-	积雪草精粹、3%泛醇	密集补水、舒缓泛红	
	精研舒安水感面膜	-	-	姜黄凝胶、泛醇、奥婷敏	安抚舒缓	

资料来源：天猫官方旗舰店，小红书，公司公告，各品牌官方微博，民生证券研究院；

**表4：2022 年年初（1-2 月）部分国货品牌发布的新品一览**

品牌	产品名称	产品介绍	价格	上市时间
珀莱雅	源力面霜	为干皮、敏感肌定制；全皮层修护	50g/259 元	2022 年
	保龄球橘瓶 VC 安瓶	鲜活 VC，亮肤	33.6ML/469 元	2022 年
佰草集	反重力精华	修护、淡斑细纹	30ML/399 元	2022 年
自然堂	咖啡因面膜	5%咖啡因，99%高纯度，提升肌肤紧致力	9 颗/138 元	2022 年
	防晒小金伞亲肤养肤防紫外线隔离持久防光老 spf50	南北极科考级硬核，亲肤养肤	50ML/128 元	2022 年
相宜本草	积雪草修护赋活冻干面膜	4 重积雪草修护+微生态复合科技+冻干锁鲜	0.65g*5 片/129 元	2022 年
润百颜	HACE 次抛精华液面部精华	VC 精华焕亮、抗老一步到位、首创 VA+VC+VE 纳米 4 微囊包裹技术 2	45ML/459 元	2022 年
	玻尿酸美白精华液	VC 面部祛斑	45ML/419 元	2022 年
夸迪	玻尿酸美白精华液	熬夜白蜜罐、夜间充能；白莲花、紫茉莉提取物，益生菌发酵技术	50ML/328 元	2022 年
薇诺娜	光透皙白淡斑精华液	淡化色斑美白提亮，四维净白，高阶淡斑	30ml/398 元	2022 年
逐本	绽放玫瑰亮泽护发精华油	防毛躁柔顺持久留香	100ml/89 元	2022 年
	不染十花水盈焕亮修护面膜	补水涂抹面膜保湿清洁	50g/119 元	2022 年
溪木源	药用层孔菌精华眼霜	预防脂肪粒，双重咖啡因，无任何植物油脂	15g/179 元	2022 年
高姿	温和防晒慕斯女面部隔离防晒学生趣味防晒霜	慕斯，轻盈易推	80ml/119 元	2022 年 2 月
颐莲	肌光美白套装烟酰胺美白柔亮肤色秋冬护肤品	美白特征、烟酰胺，进阶提亮	三件套(水+凝霜+眼霜)/414 元	2022 年 1 月

资料来源：CBO focus 公众号，民生证券研究院

### 新原料发布集中于胶原蛋白、新兴多肽、玻尿酸、麦角硫因及天然植物类（藻类、中药类），功效性产品成为研发趋势。

①**胶原蛋白类**：山西锦波生物发布薇核 Col.III，具有良好透皮吸收效果，透皮率达 86%；江苏创健发布重组 III 型小分子胶原蛋白，分子量为 5000Da，利于透皮吸收及局部胶原直补；

②**新兴多肽类**：深圳萱嘉发布 SHINE+ 蓝铜肽 Pro，有效提高蓝铜肽经皮吸收度及生物利用度；维琪科技发布烟酰胺四肽-30，通过调节炎症因子表达促进胶原蛋白再生；

③**玻尿酸类**：华熙生物合成生物促进原料创新，其中 Hybloom™ 微真以天

然透明质酸钠为底物，由特异性透明质酸酶水解得到的具有还原性末端的透明质酸钠寡糖分子量低于 1000Da，能够增强皮肤屏障功能，发挥强补水和改善敏感等作用；

④**麦角硫因类**：百阜福瑞达发布独创性麦角硫因复合原料-百粒因，增强麦角硫因的线粒体氧化保护功能；华熙生物发布 Bioyouth™-EGT Pure 超纯麦角硫因，纯度达 99%以上，发挥抗氧化、抗光抗老、保护细胞和线粒体 DNA 的作用；

⑤**天然植物类**：森森股份发布中草药植物类原料-舒逸丹和林兰汲润，分别基于皮肤泛红远离和皮肤保湿系统，解决皮肤泛红及皮肤干燥问题；深圳萱嘉发布 SHINE+臻修素，采用植物愈伤组织培养技术，促进细胞生长及神经酰胺生成；德之馨发布天然植物类原料-德敏舒 PLUS，精准覆盖瘙痒通路，有效调控肌肤慢性瘙痒症状；深圳萱嘉发布 SHINE+复活草发酵液，采用超分子生物催化技术制备高活性酶，广泛适用于多种品类和配方体系，如护肤品和洗护产品等。

**表5：PCHI 大会获奖企业原料产品一览**

序号	公司名称	原料产品类别	原料名称
1	华熙生物科技股份有限公司	抗炎、抗刺激、舒缓剂,保湿剂,屏障修复	Hybloom™ 透明质酸锌 (HA-Zn)
		调节剂 (皮肤、头发),天然活性物质,保湿剂	Hyanutra™ -RH 润之米语
2	上海克琴科技有限公司	抗衰老、抗皱,其他	EffeMIX® - Cynthia
3	上海奥利实业有限公司	抗炎、抗刺激、舒缓剂,抗氧化、自由基清除剂,光亮剂、增白剂	OLI-2181AP 光甘草定水溶液
4	深圳中科欣扬生物科技有限公司	抗衰老、抗皱,天然活性物质,抗氧化、自由基清除剂,生物及海洋提取物、生物发酵	SIYOMICRO-ERGO®麦角硫因
5	上海珈凯生物股份有限公司	抗氧化、自由基清除剂	优维舒
6	上海博烁实业有限公司	保湿剂	绿色神经酰胺
7	赢创特种化学 (上海) 有限公司	抗衰老、抗皱	SPHINOX® Lift
8	上海植纳生物科技有限公司	天然活性物质,植物性药材、香精油、植物提取物,保湿剂,屏障修复	小分子燕麦β葡聚糖
9	浙江星月生物科技股份有限公司	抗衰老、抗皱,天然活性物质,抗炎、抗刺激、舒缓剂,保湿剂,屏障修复	丝安颜® 丝肽
10	中山市博深化学有限公司	乳化剂	聚甘油-2 月硅酸酯
11	路博润管理 (上海) 有限公司	抗外界污染	Xpozuki 生物技术成分
12	森馨香色素科技 (中国) 有限公司	着色剂、色彩增强剂、燃料、色素、闪光剂	Unipure BA 表面处理
13	深圳市维琪医药研发有限公司	抗衰老、抗皱	新一代抗衰老成分: Erasin0003 (专利/功效报告)
14	科莱恩化工 (中国) 有限公司	抗衰老、抗皱,天然活性物质	Rootness® Awake DCQE
15	德之馨 (中国) 投资有限公司	调节剂 (皮肤、头发)	天然绿色去屑因子
16	禾大化学品 (上海) 有限公司	抗炎、抗刺激、舒缓剂,屏障修复	BB-Biont™
17	Silab	天然活性物质,保湿剂	APIOSKIN®
18	嘉法狮中国	绿色可持续发展	Elevastin 爱丽缇

资料来源：PCHI 官网，民生证券研究院

此外，从几大国货品牌的药监局备案情况来看，头部品牌的产品储备丰富，预计将在 2023 年逐步放量。

**表6：2023 年部分国货的药监局备案情况**

公司	品牌	备案产品	2023.1.1-2023.2.15 备案数量
贝泰妮	薇诺娜	薇诺娜宝贝倍护舒缓爽身凝露	4
		薇诺娜舒妍幻彩定妆蜜粉饼	
		薇诺娜臻研御龄淡纹精华眼霜	
		薇诺娜屏障修护精华油	
	Aoxmed	瑗科缙透明质酸保湿舒缓精华面膜	1
珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅透润安肌睡眠面膜	17
		珀莱雅水漾肌密清润乳	
		珀莱雅水漾肌密清润水	
		珀莱雅蕴能抗皱奢养眼霜	
		珀莱雅蕴能抗皱奢养面霜	
		珀莱雅蕴能抗皱奢养精华乳	
		珀莱雅蕴能抗皱奢养精华水	
		珀莱雅弹润芯肌活力霜	
		珀莱雅弹润芯肌活力乳	
		珀莱雅弹润芯肌活力精华液	
		珀莱雅弹润芯肌活力水	
		珀莱雅水动力盈润乳	
		珀莱雅水动力盈润霜	
		珀莱雅淡纹柔肤颈霜	
华熙生物	润百颜	润百颜焕亮鲜肌光透次抛精华液	2
		润百颜玻尿酸高保湿鲜颜面膜	
	肌活	Bio-MESO 肌活净颜清洁泥膜	2
		Bio-MESO 肌活净颜嫩肤调理面膜	
鲁商发展	颐莲	颐莲玻尿酸平衡调理精华乳	1
	瑗尔博士	瑗尔博士益生精研平衡修护面膜	1

资料来源：药监局官网，民生证券研究院



### 3.4 催化剂：大促节点前估值进入上升通道

在美妆行业整体承压，以及电商平台竞争结构变化的背景下，对于今年的“38”大促，天猫、京东都变化了活动规则，①压缩了预售期，缩短了消费者的“冷静期”，能够在付完定金后更快付完尾款；②活动机制更加灵活，取消满减优惠券。

图45：2023年“38”节天猫 vs 京东活动机制

2023年天猫38“焕新周”VS 2022年天猫38活动			
2023年		2022年	
活动时间	预热时间：3月2日0点-3月4日20点	预售时间：2月27日20点-3月4日18点	
	点	尾款支付时间：3月4日20点-3月8日24点	
正式活动：3月4日20点-3月8日24点		现货预热时间：3月2日0点-3月4日20点	
		现货正式活动：3月4日20点-3月8日24点	
活动机制	直降立减，按照不同类目让利比	每满200减20，上不封顶；	
2023年京东38节 VS 2022年京东38节活动对比			
2023年		2022年	
活动时间	预热时间：无预热阶段	预热时间：3月2日0点-3月4日20点	
	正式活动：3月3日20点-3月8日24点	正式活动：3月4日20点-3月8日24点	
活动机制	1、买贵双倍赔	购买标有此服务标识的商品后，若实付金额高于特定平台同款商品实付金额，可在下单当天23:59之前凭有效凭证申请与订单实付金额双倍差额的补偿。赔付金额=(订单实付金额-特定平台上购买同款商品时订单实付金额)×2	头号京贴
	2、限时红包雨	在流量销售高峰时段开启发放，以通用型红包为主。	
		每满200减20(优惠上限40000)，头号京贴属于大促神券，大促神券默认与限品类东券、店铺东券三重叠加，且可与其他优惠形式如满减、满折叠加。用户每人每天可点击领取一次，单次领取三张每满减优惠券。	

资料来源：天猫、京东，民生证券研究院

李佳琦直播间的“38”节大促活动从3月1日开始持续至3月8日，从直播间的美妆产品来看，仍以外资品牌为主，国货以大单品为主。对比2022年同期，美妆品类中共有74个外资品牌的153件产品以及30个国货品牌的44件产品上架李佳琦直播间。

表7：李佳琦直播间 3.1-3.8 直播品类

日期	品类
3月1日	美妆节
3月2日	母婴节
3月3日	零食节
3月4日	生活节
3月5日	潮电节
3月6日	家装节
3月7日	时尚节
3月8日	全品类

资料来源：李佳琦直播预告组微博，民生证券研究院

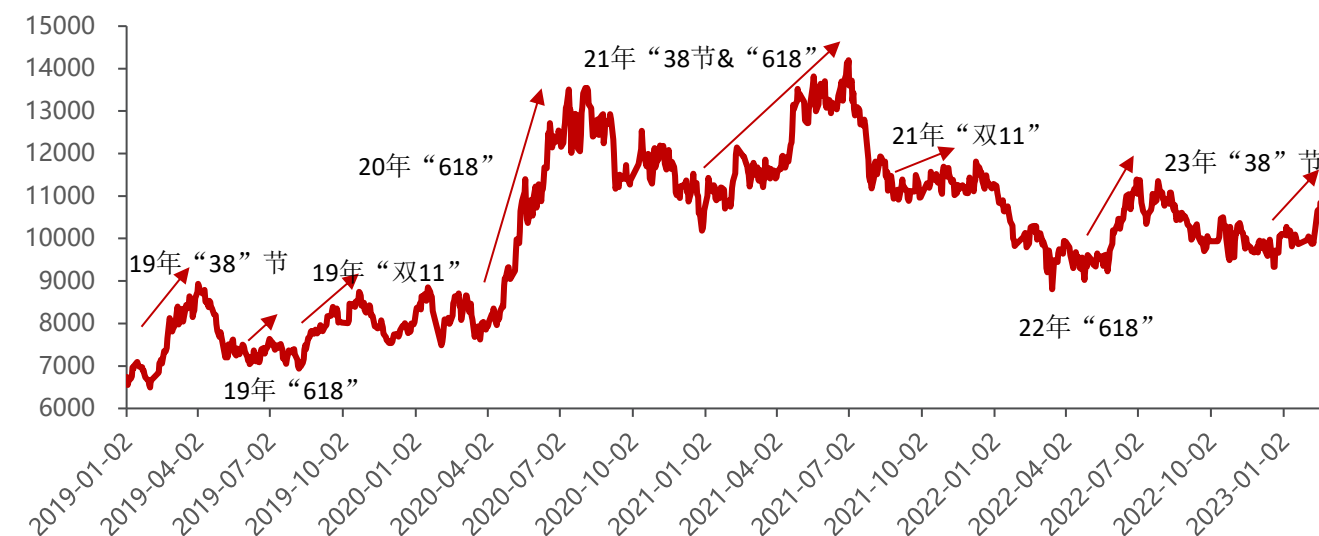
**表8：李佳琦直播间“38”节美妆产品一览**

外资/国货	品牌	产品	外资/国货	品牌	产品
外资	欧莱雅	安瓶面膜、注白瓶、大金瓶	国货	相宜本草	红景天
	SK-II	三件套、精华水、小灯泡		薇诺娜	冻干面膜
	娇兰	复原蜜		珀莱雅	红宝石面霜、双抗精华双抗面膜
	YSL	粉气垫		夸迪	蓝次抛、绿次抛
	Olay	大红瓶水乳、抗糖水乳		欧诗漫	-
	海蓝之谜	精萃水		自然堂	粉钻
	修丽可	色修精华		花西子	粉饼
	MAC	单品		可复美	胶原棒
	时研露	-		觅光	美容仪
	科兰黎	-		-	-
	娇韵诗	双萃精华		-	-
	希思黎	黑玫瑰面霜		-	-
	理肤泉	B5 面膜		-	-
	NARS	超方瓶粉底液		-	-
	黛珂	-		-	-
	兰蔻	菁纯眼霜		-	-
	雅诗兰黛	小棕瓶		-	-
	赫莲娜	-		-	-
	丝塔芙	大白罐		-	-
	祖马龙	香水、沐浴露		-	-

资料来源：李佳琦直播预告组微博，民生证券研究院

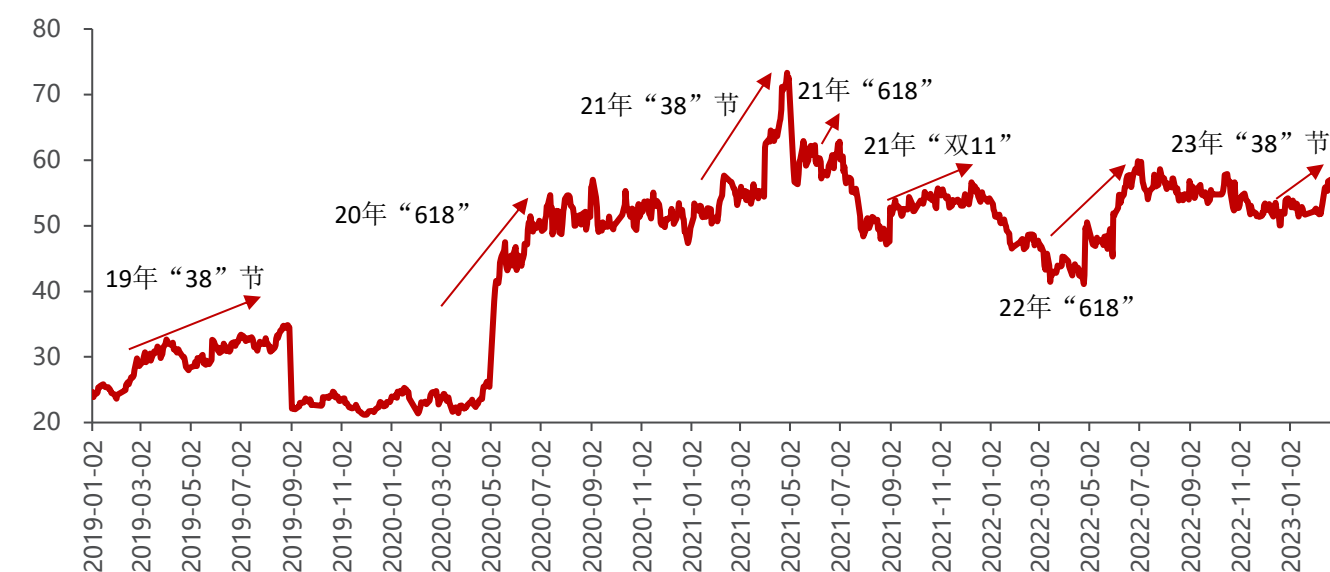
**复盘发现，历史上大促节点大多拥有估值抬升，板块行情演绎积极，建议关注 23 年“38”大促对板块行情的催化。**复盘 2019-2023 年 2 月 21 日申万化妆品指数的走势，在化妆品行业的电商销售占比逐渐提升的影响下，每逢电商大促前夕，行业整体估值上行。2019 年初至 4 月，行业 PE 从 23x 上涨至 30x，20 年 5 月底至 7 月初，行业 PE 从 44x 上涨至 50x，2021 年初至 4 月，行业 PE 从 50x 上涨至 65x，22 年 5 月底-7 月初，行业 PE 从 45x 上涨至 60x。疫情前，19 年的“38”节、“618”以及“双 11”基本从大促前 1 个月开始估值上升，在大促结束后一个月回调，整个过程大概持续 2 个月；疫情后，行业变化较大、不确定因素较多，估值上升和回调过程的持续时间不稳定。当下的化妆品消费者追求极致性价比，使得化妆品消费呈现季节性特点。目前行业仍处于估值较低的位置，出行社交需求提升拉动对彩妆、精细化护肤的需求，以及在板块的复苏  $\beta$  推动下，我们看好国货品牌从“38”节“催化剂”开始逐渐放量，板块估值回升。

图46：2019年1月1日-2023年2月21日申万化妆品指数（801982.SI）收盘价走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图47：2019年1月1日-2023年2月21日申万化妆品指数（801982.SI）PE（TTM）



资料来源：wind，民生证券研究院

从相对于年初的超额收益率来看，20年之后板块景气度明显反应在收益率上，且在大促期间超额收益率上升。

图48：201901-202302 化妆品指数相比 HS300 指数的超额收益率



资料来源：wind，民生证券研究院

## 3.5 投资建议：短期看“38节”大促，中长期看行业复苏

### 给龙头品牌和代工制造带来的布局机会

**受节日催化，行业景气度有望恢复，把握优质龙头和基本面持续改善的标的。**

受到双十一、双十二大促虹吸效应，以及春节物流受阻影响，美妆板块在 23 年以来持续调整，在情人节以及“38 节”大促催化下，板块信心逐渐恢复，调整接近尾声，我们看好具有高成长性美妆消费。由于中游制造端依赖于下游品牌的订单，且龙头品牌的盈利能力较强，我们预计美妆产业链的恢复顺序为龙头品牌、中腰部品牌、代工制造端。

推荐经营提效、管理改革的全产业链布局龙头**华熙生物**；不断推新、产品升级的**珀莱雅**；主品牌矩阵不断丰富、高端抗衰品牌 Aoxmed 持续布局线下医美机构的**贝泰妮**；深耕重组胶原研发的行业龙头**巨子生物**。建议关注业务聚焦、盈利能力提升的**鲁商发展**；业绩高弹性的制造端标的**青松股份**、**嘉亨家化**。其他相关公司包括电商渠道改革、主品牌&第二品牌发力的**丸美股份**。

**表 7：重点公司盈利预测及估值（截至 2023.3.2）**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	最新收 价 (元)	归母净利润(亿元)			归母净利润增速			PE		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
300957.SZ	贝泰妮	592.79	139.94	11.48	14.91	19.15	33.00%	31.80%	30.20%	52	40	31
603605.SH	珀莱雅	529.25	186.67	7.68	9.91	11.70	33.30%	29.00%	18.00%	69	53	45
688363.SH	华熙生物	599.10	124.53	9.66	13.35	17.41	23.50%	38.20%	30.50%	62	45	34
2367.HK	巨子生物	530.05	53.27	9.84	13.01	17.22	21.63%	32.22%	32.36%	54	41	31
600223.SH	鲁商发展	118.63	11.67	3.29	5.06	6.92	-9.20%	53.80%	36.80%	36	23	17
300856.SZ	科思股份	95.67	56.50	3.85	4.69	5.54	190.10%	21.70%	18.10%	25	20	17
300955.SZ	嘉亨家化	28.07	27.85	1.03	1.56	2.00	6.00%	51.40%	28.60%	27	18	14
300132.SZ	青松股份	38.33	7.42	-6.32	1.17	2.12	30.60%	118.60%	80.50%	-	32	18

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 2 日收盘价）

## 4 风险提示

**1) 行业竞争加剧的风险。**在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，功效性护肤品市场竞争变得越来越激烈。若公司不能及时开发出适应市场需求的新产品，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

**2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。**化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。

**3) 供应链中断风险。**化妆品这类快消行业对供应链要求较高，若供应链中的环节缺失或出现问题，导致下游消费不畅，影响企业收入和利润。



## 插图目录

图 1: 社会消费品零售总额	3
图 2: 批发零售贸易业消费品零售总额及 yoy	3
图 3: 社会消费品零售总额餐饮业类及 yoy	3
图 4: 化妆品类商品零售额及 yoy	3
图 5: 一线城市拥堵延时指数 (7 天滑动平均)	4
图 6: 二线城市拥堵延时指数 (7 天滑动平均)	4
图 7: 三线城市拥堵延时指数 (7 天滑动平均)	4
图 8: 一线城市地铁客运量 (万人)	5
图 9: 二线城市地铁客运量 (万人)	5
图 10: 各机场吞吐量 (万人/天)	5
图 11: 迁徙规模指数 (七日滑动平均)	5
图 12: 全国旅客发送量 (万人)	6
图 13: 公路旅客发送量 (万人)	6
图 14: 铁路旅客发送量 (万人)	6
图 15: 民航旅客发送量 (万人)	6
图 16: 2019-2023 年春节前后观影人次 (万人)	7
图 17: 部分重要商场 23 年 1 月的客流及销售额同比大幅增长	7
图 18: 人均可支配收入 (元)	8
图 19: 消费信心指数	8
图 20: 国内居民总储蓄率	8
图 21: 美国零售和食品服务零售额与保健和个人护理店零售额同比增速	9
图 22: 日本商业零售销售额及药品和化妆品销售额同比增速	9
图 23: 韩国零售额指数和化妆品零售额指数同比增速	9
图 24: 欧莱雅北美地区收入、增速及占比 19 年收入	10
图 25: 雅诗兰黛北美地区收入、增速及占比 19 年收入	10
图 26: 资生堂北美地区收入、增速及占比 19 年收入	10
图 27: AP 北美地区收入、增速及占比 19 年收入	10
图 28: 资生堂北美地区营业利润、增速及 vs19 年情况	11
图 29: AP (除韩国) 营业利润、增速及 vs19 年情况	11
图 30: 欧莱雅亚洲地区收入、增速	11
图 31: 雅诗兰黛亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入	11
图 32: 资生堂亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入	12
图 33: AP 亚洲地区收入、增速及占比 19 年收入	12
图 34: 资生堂亚洲地区营业利润、增速及占比 19 年收入	12
图 35: AP 韩国营业利润、增速及 vs19 年情况	12
图 36: 2019-2023 年 2 月欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂 PE (ttm) 变化	13
图 37: 限额以上企业消费品零售总额与化妆品类当月同比增速	14
图 38: 线上渠道美妆品类的销售额及增速	15
图 39: 2020 年至今部分化妆品原材料进口均价 (美元/吨)	19
图 40: 2020 年至今部分化妆品原材料进口均价 (美元/吨)	19
图 41: 高端&大众护肤市场规模及 yoy	19
图 42: 高端美妆 vs 大众美妆规模占比	19
图 43: 2022vs2021 年“双 11”李佳琦直播间折扣对比	20
图 44: 国内市场香水规模 (百万元) 和 yoy 及美妆市场占比	21
图 45: 2023 年“38”节天猫 vs 京东活动机制	27
图 46: 2019 年 1 月 1 日-2023 年 2 月 21 日申万化妆品指数 (801982.SI) 收盘价走势	29
图 47: 2019 年 1 月 1 日-2023 年 2 月 21 日申万化妆品指数 (801982.SI) PE (TTM)	29
图 48: 201901-202302 化妆品指数相比 HS300 指数的超额收益率	30

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1：2020 年至今化妆品行业相关法规 .....	15
表 2：近半年部分外资品牌涨价情况整理 .....	17
表 3：2023 年部分国货品牌上新产品一览 .....	22
表 4：2022 年年初（1-2 月）部分国货品牌发布的新品一览 .....	24
表 5：PCHi 大会获奖企业原料产品一览 .....	25
表 6：2023 年部分国货的药监局备案情况 .....	26
表 7：李佳琦直播间 3.1-3.8 直播品类 .....	27
表 8：李佳琦直播间“38”节美妆产品一览 .....	28
表 7：重点公司盈利预测及估值（截至 2023.3.2） .....	31

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026