

证券研究报告—深度报告

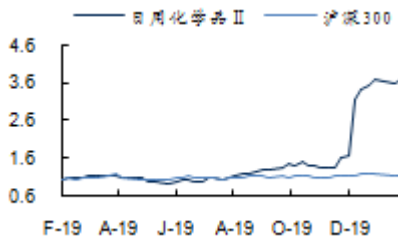
化妆品

化妆品行业系列之七

超配

2020年05月19日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《化妆品行业系列之六:“疫”外之路,本土美妆龙头如何化危为机》——2020-02-19  
《化妆品行业系列之五:产业链梳理专题-深挖产业价值,启征黄金赛道》——2020-02-14  
《化妆品行业系列四:功能性化妆品专题:需求进阶行业风起,硬核产品强化壁垒》——2019-12-30  
《化妆品深度系列三-电商代运营专题:迎接最好的时代,一站式服务助力品牌价值塑造》——2019-11-11  
《化妆品行业专题系列之二:美妆双雄各显千秋,把握红利迈向龙头》——2019-10-21

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168  
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

证券分析师: 冯思捷

电话: 15219481534  
E-MAIL: fengsijie@guosen.com  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040002

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809  
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

行业专题

景气度之外, 如何抢占格局重塑先机

● “疫”后行业综述: 本土龙头整体表现优于行业整体

化妆品板块上市公司 Q1 基本面虽然不可避免的受到了疫情影响的冲击, 但多数公司受影响程度好于此前市场预期, 且板块龙头通过深耕线上, 优化供应链, 强化营销, 整体表现好于行业平均水平, 在一季度化妆品社零销售额总体下滑 13.2% 的情况下, 板块营收同比下降约 9.1%。而进入 4 月, 各品牌依托线上渠道, 复苏势头靓丽, 多数上市品牌的天猫旗舰店 GMV 增速均有翻倍以上表现, 远好于天猫大盘的整体水平。

● 国际及国内中小品牌面临产能、渠道及客群变迁的短中期压力

本土龙头近年主要面对国际及互联网新锐品牌的竞争, 而在疫情下两者表现相对平稳, 首先, 国际品牌由于主要面向的中产阶级在收入预期不确定下影响了消费能力, 同时随着海外疫情的扩散产能也将面临一定压力; 其次, 新锐品牌多数重营销轻产品, 在当前也面临了代工厂产能紧缺问题, 同时监管条例加强下也有望出清一部分中小杂牌。

● 本土龙头迎份额提升机遇, 产品及营销仍是长期胜负手

首先, 在本次疫情中受影响相对较小的年轻群体近年来对国货的认同感不断加强, 其次, 国产龙头自身通过研发生产实力的强化以及组织架构的优化, 具备了围绕需求打造高质高性价比产品的实力, 两者为国货品牌力提升奠定基础。未来, 国产品牌龙头一是在产品端紧抓功能性护肤风口, 打造明星单品, 塑造差异化竞争优势; 二是在营销端通过精细化的新媒体运营及专业化的团队支撑, 有效提升营销投入产出比, 从而不断提升定位客群中的品牌影响力, 为未来持续提升市场份额不断蓄力。

● 投资建议: 行业景气度持续向好, 龙头抢占格局重塑先机

随着低线化及年轻化带来的行业渗透率的快速提升, 整个化妆品产业链都将持续受益行业发展红利。同时在不同产业链环节中, 均在近期呈现出一定竞争格局优化的趋势, 本土龙头企业也在这一过程中通过夯实自身经营实力, 紧抓需求变革, 有望抢占先机实现进一步发展。综合来看, 1) 品牌端, 我们继续推荐在新兴渠道积极布局, 同时产品升级卓有成效, 且新营销能力不断强化的珀莱雅、丸美股份, 并积极关注拥有核心产品力的华熙生物, 以及品牌基础实力雄厚, 管理层变革迎发展新机遇的上海家化; 2) 渠道端, 建议关注有望充分分享行业线上化红利, 并具备规模化优势的美妆代运营龙头壹网壹创和御家汇旗下水羊国际; 3) 生产端, 建议关注通过收购诺斯贝尔切入化妆品代工产业的青松股份, 凭借面膜等护肤品类的优质产能布局, 强化与国内外知名品牌合作实现快速发展。

独立性声明:

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

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	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	165.08	33,225.58	2.50	3.39	66.14	48.65
603983	丸美股份	增持	91.30	36,611.30	1.52	1.90	59.95	48.05
600315	上海家化	增持	38.28	25,695.39	0.81	0.99	47.44	38.58
300792	壹网壹创	增持	349.00	27,968.51	3.85	5.14	90.71	67.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

今年以来化妆板块行业表现火热，由龙头公司领涨并在近期呈现全面普涨之势，从基本面来看，一方面行业整体虽受疫情影响，但在可选消费品中表现仍相对抗压，并在4月率先复苏，另一方面，板块上市龙头通过深耕线上，优化供应链，强化营销，整体表现好于行业平均水平，呈现份额提升之势。

未来，随着低线化及年轻化带来的行业渗透率的快速提升，整个化妆品产业链都将持续受益行业发展红利。同时，我们也看到，在不同产业链环节中，均在近期呈现出一定竞争格局优化趋势，本土龙头企业也在这一过程中通过夯实自身经营实力，紧握需求变革，有望抢占先机实现进一步发展。综合来看，1) 品牌端，我们继续推荐在新兴渠道积极布局，同时产品升级卓有成效，且新营销能力不断强化的**珀莱雅**、**丸美股份**，并积极关注拥有核心产品力的**华熙生物**，以及品牌基础实力雄厚，管理层变革迎发展新机遇的**上海家化**；2) 渠道端，建议关注有望充分分享行业线上化红利，并具备规模化优势的美妆代运营龙头**壹网壹创**和**御家汇**旗下**水羊国际**；3) 生产端，建议关注通过收购诺斯贝尔切入化妆品代工产业的**青松股份**，凭借面膜等护肤品类的优质产能布局，强化与国内知名品牌合作实现快速发展。

### 核心假设或逻辑

- 1、本土龙头近年主要面对国际品牌以及互联网新锐品牌的竞争压力，而在疫情之下，首先，国际品牌主要面向的中产阶级收入预期受损最大从而影响了其消费能力，同时随着海外疫情的扩散，产能也将面临一定压力，因此近两月电商数据中也表现相对一般；其次，互联网新锐品牌多数重营销轻产品，一方面也面临了代工厂产能紧缺问题，同时监管加强背景下也有望出清一部分中小杂牌。
- 2、本土龙头迎份额提升机遇，首先当前消费主力年轻群体的消费力在本次疫情中受影响相对较小，而这部分客群近年来对国货的认同感越发加强；其次，国产龙头自身通过研发生产实力的强化以及组织架构的优化，具备了围绕需求打造高质产品及灵活营销的基础。当前来看，国产品牌一是在产品端紧抓功能性护肤风口，强化打造明星单品，塑造差异化竞争优势；二是在营销端通过系统化精细化的新媒体运营以及专业化的团队支撑，有效提升营销投入产出比，从而不断提升定位客群中的品牌影响力，为未来持续提升市场份额不断蓄力。

### 股价变化的催化因素

- 1、化妆品板块产业链逐渐完善，上市公司不断增多，板块关注度持续提升；
- 2、疫情后行业实现快速复苏，企业销量快速反弹
- 3、核心标的公司把握新兴流量优势，打造爆品，树立品牌优势。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、疫情出现反复，行业景气度下行；
- 2、行业竞争格局恶化，外资大众品牌在产品和营销的打法上适应国内快速变化的节奏，挤占本土品牌市场份额。

## 内容目录

<b>“疫”后板块综述：本土上市龙头普遍表现优于行业</b>	<b>5</b>
Q1 板块表现总结：上市美妆企业表现普遍好于行业平均水平	5
疫情后板块跟踪：电商爆发式增长，有短期特殊因素也有长期趋势展现	5
国产龙头疫情期间表现相对更优，预计产能、电商、新零售布局是重点	6
<b>疫情之下国际及国内中小品牌面临产能、渠道及客群变迁的短中期压力</b>	<b>9</b>
国际品牌：长期实力占优，短期面临客群消费能力以及产能紧张问题	9
新锐中小品牌：监管强化及产能吃紧将出清部分中小品牌	11
传统腰部本土品牌：线下 CS 渠道加速洗牌，线上布局行动迟缓	12
<b>品牌力仍是长期胜负手，重视产品与营销相辅相成</b>	<b>13</b>
塑品牌条件初具：年轻客群对国货认同感提升，研发生产实力不断提升	13
品牌力抓手之产品：紧握品类风口，强化单品升级，兼顾爆品拉新	15
品牌力抓手之营销：精细化营销要求提升，专业团队搭建成重点	17
<b>投资建议：景气度持续向好，龙头抢占格局重塑先机</b>	<b>21</b>
品牌公司：紧握产品及营销抓手，塑造品牌中长期竞争优势	21
代运营龙头：充分分享行业线上化红利，规模化优势不断显现	23
代工龙头：充分分享行业高景气度红利，监管加强优化市场格局	25
<b>国信证券投资评级</b>	<b>29</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>29</b>
<b>风险提示</b>	<b>29</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 化妆品社零销售额同比变化.....	5
图 2: 日化板块季度归母净利润增速/%.....	5
图 3: 各品牌 Q1 电商渠道增速.....	7
图 4: 各品牌 19 年电商渠道占比.....	7
图 5: 丸美旗下春纪与美团合作同城送业务.....	8
图 6: 门店新零售体系搭建.....	8
图 7: 珀莱雅湖州工厂有序复工.....	8
图 8: 丸美 5C 中心.....	8
图 9: 行业集中度变化趋势.....	9
图 10: 国内美妆市场的分层情况.....	9
图 11: 国际品牌天猫旗舰店 GMV 趋势 4 月普遍下行.....	10
图 12: 珀莱雅及丸美的网点变化情况.....	12
图 13: 年轻群体普遍愿意疫情后提升消费支出.....	13
图 14: 天猫美妆中化学原料成分占比不断提升.....	13
图 15: 化妆品产品开发过程以及研发人员角色的变化.....	14
图 16: 去年双十一成分党概念强化.....	15
图 17: 天猫美妆中化学原料成分占比不断提升.....	15
图 18: 玉泽收入增速变化情况.....	16
图 19: 华熙生物功能性化妆品营收(万元)及增速(%).....	16
图 20: 珀莱雅新品原料理念来自投资合作西班牙品牌.....	17
图 21: 丸美“小红笔”新品.....	17
图 22: 品牌商和网红 KOL 合作步骤.....	18
图 23: 珀莱雅及丸美的新代言人选择符合新品用户画像.....	18
图 24: 珀莱雅泡泡面膜投放账号量级占比.....	19
图 25: 精细化的运用 KOL 布局.....	19
图 26: 品牌代运营商职能介绍.....	19
图 27: 代运营服务行业比例.....	19
图 28: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列.....	20
图 29: 公司与同行品牌数量对比.....	20
图 30: 公司三项业务占比情况.....	24
图 31: 公司海外品牌代理收入(万)及增速(%).....	24
图 32: 诺斯贝尔近年营收(亿元)及营收增速/%.....	26
图 33: 2018 年诺斯贝尔客户结构.....	26
表 1: 化妆品板块公司指标营收、归母净利润和 ROE.....	5
表 2: 四月上市美妆公司高频数据跟踪.....	6
表 3: 国际品牌 Q1 基本面表现.....	10
表 4: 化妆品监督管理条例变化情况.....	11
表 5: 本土美妆企业研发高管背景情况.....	14
表 6: 水羊国际代理品牌一览.....	20
表 7: 珀莱雅盈利预测数据.....	21
表 8: 丸美盈利预测数据.....	22
表 9: 上海家化盈利预测数据.....	22
表 10: 华熙生物盈利预测.....	23
表 11: 壹网壹创盈利预测数据.....	23
表 12: 御家汇盈利预测.....	25
表 13: 青松股份盈利预测.....	27



## “疫”后板块综述：本土上市龙头普遍表现优于行业

### Q1 板块表现总结：上市美妆企业表现普遍好于行业平均水平

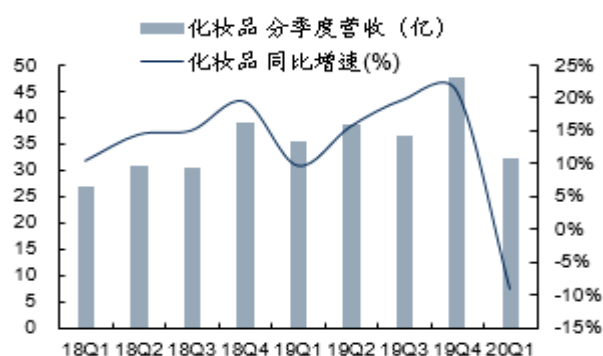
从化妆品板块的 Q1 基本面表现来看，虽然不可避免的受到了疫情影响的冲击，但是整体较此前市场预期表现更优，在一季度化妆品社零销售额总体下滑 13.2% 的情况下，Q1 整个板块上市公司营收同比下降 9.10%，好于行业平均水平。国产品牌龙头之所以普遍表现优于行业水平，我们认为，一方面在于自身通过前期在电商渠道以及线下新零售等布局下有效的对冲了线下门店的关店影响，同时产品端也积极拓展升级，并加大了营销投放力度等；另一方面，同时期部分中高端的国际品牌由于以线下百货渠道为主受冲击较为直接，同时产品所面向的中产阶层也在收入预期不明朗下消费意愿降低；此外，国产的中小品牌则一定程度上受到了代工厂停工等带来的产能供给不足影响，因此也为国产龙头带来更加友好的发展环境。

图 1：化妆品社零销售额同比变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：日化板块季度归母净利润增速/%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响，

具体从每个公司的 Q1 营收表现情况来看：其中御家汇在代运营平台水羊国际的发力以及主业品牌在产品结构调整下营收表现出现拐点，增长 34.03%；华熙生物由于其功能性护肤品业务线上占比较高，受疫情影响相对较小，在其带动下营收增长 3.5%；丸美也同样实现了 1.5% 的正增长，主要系电商渠道和美容院渠道的拉动；而上海家化和珀莱雅营收均有所下降，但整体仍是好于行业平均水平，而壹网壹创营收下降主要系业务调整专注轻资产经营模式所致。

表 1：化妆品板块公司指标营收、归母净利润和 ROE

证券代码	证券简称	2019 年					2020 年 Q1				
		营业收入	YOY	归母净利润	yoy	ROE	营业收入	YOY	归母净利润	yoy	ROE
600315.SH	上海家化	75.97	6.43%	5.57	3.09%	9.21%	16.65	-14.80%	1.19	-48.89%	1.89%
603605.SH	珀莱雅	31.24	32.28%	3.93	36.73%	21.09%	6.08	-5.25%	0.78	-14.72%	3.76%
603983.SH	丸美股份	18.01	14.28%	5.15	23.99%	25.46%	3.70	1.53%	1.19	-1.14%	4.35%
300792.SZ	壹网壹创	14.51	43.25%	2.19	34.71%	26.11%	2.14	-7.81%	0.47	46.09%	3.63%
688363.SH	华熙生物	18.86	49.28%	5.86	38.16%	18.69%	3.68	3.50%	1.08	0.77%	2.35%
300132.SZ	青松股份	29.08	104.57%	4.53	13.19%	14.97%	7.09	113.86%	0.84	2.82%	2.69%
300740.SZ	御家汇	24.12	7.43%	0.27	-79.17%	2.23%	5.17	34.03%	0.03	489.8%	0.22%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 疫情后板块跟踪：电商爆发式增长，有短期特殊因素也有长期趋势展现

进入疫情逐步缓解的 4 月份，首先从行业情况来看，最新社零数据显示，化妆品社零销售额实现 3.5% 的正增长，在可选品类中率先实现复苏，表现突出。而从品牌龙头情况来看，一方面在线下，各品牌的复苏大同小异，线下门店的客流恢复基本

到了 7-8 成左右，因此预计虽然 Q2 各品牌线下仍有一定的影响，但复苏趋势已经较为确定。另一方面，从线上表现来看，根据淘数据库的爬虫数据显示，4 月以来化妆品板块中品牌的天猫旗舰店 GMV 增速呈现大幅加速之势，多数品牌均有翻倍以上的增速，远好于天猫大盘的整体表现。但需要明确的是，4-5 月传统来看是化妆品电商渠道的一个相对低基数时段，前后分别有“38 女王节”和“618”促销季，同时今年的爆发式 GMV 增速也存在以下几个特殊情况：

1) 疫情后电商确实是目前品牌更为重视的渠道，我们看到不少品牌今年将营销投放和新品发布更多的选择了线上，线上平台也加大了扶持力度；2) 由于前期疫情的影响，存在原本疫情期间的促销资源后置的情况，不少品牌由于产能等因素也将新品发布延后；3) 此外，由于疫情影响下，不少品牌也存在库存压力较大的情况，因此折扣促销力度也较往年加大，特别是在低价直播的推波助澜下，同时目前多数爬虫数据通常无法剔除直播间“满减满赠”等优惠券影响因素，因而存在放大原本增速水平的情况。

表 2：四月上市美妆公司高频数据跟踪

上市公司	品牌	天猫店 GMV 增速		线下门店恢复
		Q1	4 月	
珀莱雅	珀莱雅	34%	42%	7-8 成
丸美	丸美	30%	149%	7-8 成
上海家化	玉泽	5 倍以上	10 倍以上	7-8 成
	佰草集	75%	7 倍以上	
华熙生物	润百颜	110%	4 倍以上	-
御家汇	御泥坊	27%	2 倍以上	-

资料来源：淘数据，调研资料，国信证券经济研究所整理

长期来看，我们认为更应关注各品牌在产品营销等层面的变化，预计进入 6 月高基数环境后，各品牌增速还是会逐步出现分化，只有通过正确的产品投放和营销布局，才能保障企业在今年更为激烈的电商竞争中实现稳定健康的发展。

### 国产龙头疫情期间表现相对更优，预计产能、电商、新零售布局是重点

我们在之前的报告《“疫”外之路，本土美妆龙头如何化危为机》中提到当前的国内消费结构以及消费习惯变迁是化妆品行业发展的底层原因。一方面，国内经济发展进入新常态时期，居民可支配收入增速放缓，同时在医疗教育房产等压力下，居民负债比例攀升，大件可选消费支出能力不可避免在下滑，同时经过改革开放四十年的物质消费熏陶下，居民消费习惯又已经过度到了品质化、个性化阶段，因此这一时期化妆品作为件单价低但能够明显满足个性化品质生活的悦己型消费品受到国内居民尤其是年轻中产和低线客群的热捧。在年轻化和低线化带动下，美妆行业整体的渗透率得到了快速提升。

因此，虽然短期化妆品行业将不可避免的同大多数可选消费品行业一样将受到疫情带来的抑制影响，但驱动行业中长期发展的趋势未变，疫情过后的需求反弹可期。而在疫情期间，新的商业模式将得到普及，并且在考验企业抗压能力的过程中加速企业间的优胜劣汰。

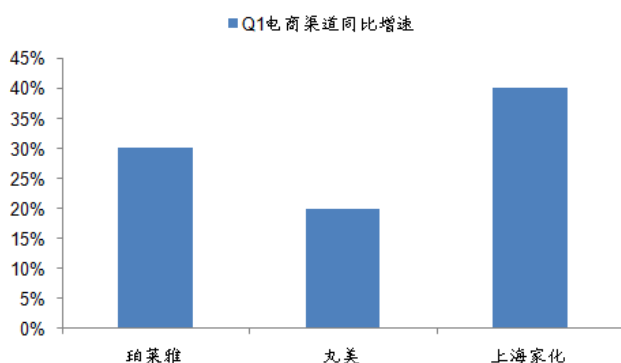
#### ➤ 线上布局不断加码：电商渠道布局完善，线上表现突出

行业近年来本身线上化的进程已经在快速推进之中，而此次疫情预计将起到进一步催化的作用。具体来看，一方面，美妆行业近年来线上渗透率的提升有望降低行业在本次疫情中的受影响程度，部分前期具备一定线上业务布局基础的企业将有望在此次疫情过程中继续维持稳定的销售运营，在行业整体受损情况下实现逆势市场份额的扩大。

另一方面，借助电商渠道数据的分析，企业也可以快速感知消费需求的短期变化情况，并以此指导产品生产供应，从而在当前局部复工，产能有限的情况下实现生产效率的最大化。长期看，对于企业而言相较于线下经销，电商是一个有数据的渠道，是一个和消费者建立直接对话的渠道，而借助电商销售大数据，可以有效助力品牌商围绕消费者需求开展全品类、全链路、全渠道的快速发展。

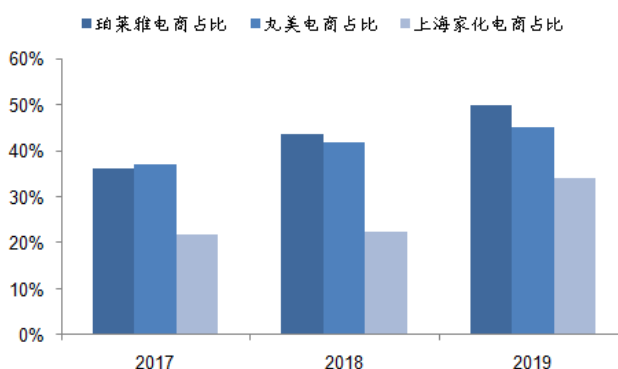
**珀莱雅：**电商业务是推动公司近两年以来高增长的重要驱动力。公司 Q1 线上占比已经超过 50%，全年有望达到 65%。**丸美：**公司电商占比同样较高，Q1 电商增长 20%以上，预计占比接近 50%，**上海家化：**虽然公司整体线上占比相对同业较低，但近年来布局力度正在不断加大，预计当前电商占比 30%左右。

图 3：各品牌 Q1 电商渠道增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：各品牌 19 年电商渠道占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ➤ 新零售建设成效显著：有效减缓线下门店影响

同时，品牌也在积极帮助下门店渠道方开展线上化的尝试，进行产品销售的恢复，尽可能减少损失，企业对线上化、社群化、私域流量的重视程度也到达新的高度。具体包括：1）充分调动门店导购（BA）的线上工作积极性，加强企业内部培训，如加强 BA 的直播推广销售技巧等；2）制定各品类的线上促销方案，调动公众号等媒体资源和社群，尽可能做出相应的销售动作；3）利用线上平台如微信商城等定期推出针对消费者的限时特卖活动；4）借助同城配送实现货物的送达；5）获得购物反馈，加强售后服务增强消费者粘性。

而从 Q1 品牌上市公司的表现来看，各龙头公司在前期搭建的会员体系以及新零售系统在疫情起到了明显的作用，线下销售虽均有所下滑，但整体下滑幅度远好于行业平均水平。

图 5：九美旗下春纪与美团合作同城送业务



资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图 6：门店新零售体系搭建



资料来源：有赞，国信证券经济研究所整理

### ➤ 自建产能：有效满足生产供应，并灵活根据需求调整产线

目前多数传统国产美妆品牌龙头都有一定自有产能的布局。如上市企业中上海家化、珀莱雅以及丸美股份均有自建工厂，产品自产比例均在 90%以上。长期来看，高标准产品质量为公司产品的稳定扩张带来基础。三者企业在地均均在税收贡献以及解决就业等方面有一定影响力，符合优先复工标准，且较为领先的管理体制能够更好的保障安全生产的推进。因此从疫情期间的情况来看，珀莱雅、家化、丸美等基本上在 2 月 10 日延长后的春节假期结束时就已经逐步开启复工。并且灵活根据市场需求变化调整产线生产消杀类产品，从而最大程度的降低了销售放缓影响。

图 7：珀莱雅湖州工厂有序复工



资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理

图 8：丸美 5C 中心



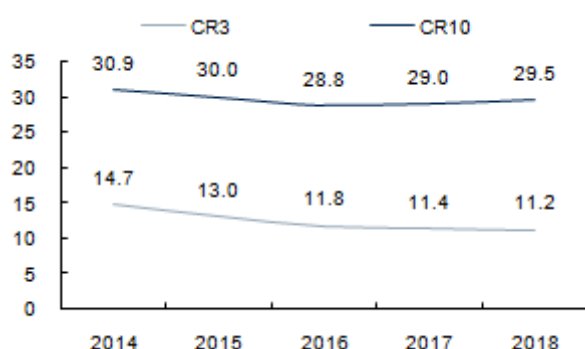
资料来源：搜狐网，国信证券经济研究所整理



## 疫情之下国际及国内中小品牌面临产能、渠道及客群变迁的短中期压力

从竞争格局变化来看，2014-2018 年我国护肤品和彩妆的 CR3 和 CR10 均呈现整体下降的趋势，但在近两年有所企稳。整体来看，行业竞争依旧激烈，但在各层级市场已经出现一定的分化趋势。外资品牌牢牢占据高端市场，借助百货、电商以及免税渠道继续扩张，并大力投放新兴营销，增长迅速，同时一定程度也承担了教育国内消费者的角色。互联网新锐品牌如雨后春笋不断扩容，借助新媒体营销以及新流量的熟练运用快速发展势头迅猛。而积极转型的本土传统品牌在对用户变化的需求深刻理解下迎合产品新概念，深挖自身品牌理念，配合短视频/直播等新媒体营销，同样实现了快速增长。

图 9：行业集中度变化趋势



资料来源：欧睿咨询，国信证券经济研究所整理

图 10：国内美妆市场的分层情况



资料来源：国信证券经济研究所整理

但从最新疫情以来的表现情况来看，如我们前文所述，除少数如欧莱雅、雅诗兰黛等具备极强品牌力以及营销渠道本土化较为成功的品牌外，不少腰尾部的国际品牌的中国区业务在疫情期间表现较弱，同时，新锐品牌虽然在初期借助新兴电商渠道仍有快速增长，但在后期随着产能等问题的显现，增速也逐步有所放缓，反而国产本土龙头，不仅在一季度表现优异，同时在 Q2 也展现出了更加迅猛的复苏态势。

### 国际品牌：长期实力占优，短期面临客群消费能力以及产能紧张问题

虽然短期来看，国际巨头无论在规模、品牌、产品、技术、推广，还是在人才、产业链等各方面仍有着全方位的优势。但是国外品牌在国内市场发展势如破竹之际，也并不是高枕无忧。从国际品牌披露的 Q1 财务情况来看，国际品牌之间也出现一定的分化。除了欧莱雅及雅诗兰黛两大品牌外，不少与国内本土品牌定位接近的日韩品牌等 Q1 表现相对一般。

**表 3：国际品牌 Q1 基本面表现**

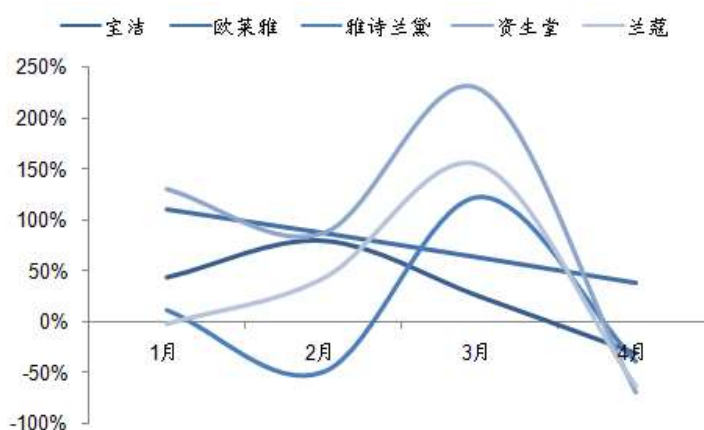
集团	Q1 集团增速	Q1 中国区增速	备注
欧莱雅	销售额 72.2 亿欧元，可比口径下同比下降 4.8%	中国区销售额增长 6.4%，4 月销售额目前增速在 5%-10%，Q2 有望恢复双位数增长。	中国区电商增长超过 67%，占比首次超过 50%。奢侈品部门受影响明显，大众品部门以及活性化妆品部门均有相对优异表现
雅诗兰黛	销售额 33.5 亿美元，固定汇率下同比下降 9%。	亚太区销售额可比口径下降 1%，中国区销售额仍实现增长。1 月中国内地实现强劲的双位数增长，2 月重挫，3 月恢复增长。	在电商加速增长的推动下，3 月中国区的销售额恢复至双位数的增长。
资生堂	销售额 2269 亿日元，可比口径下同比下降 16.4%。	大中国区销售额下降 12%，中国内地销售额下降超 14%。	高端化妆品部门有双位数下降，彩妆 30% 中段位数下降，日化基本平稳。电商增速 25%+，其中 3 月高端品牌线上增长 160%+。
爱茉莉太平洋	销售额 13000 亿韩元，同比下降 22.1%。	预计表现不佳，旗下悦诗风吟中国区加速关店	以高端品牌为主的爱茉莉太平洋子公司销售额下降 22%，悦诗风吟和爱蒂之屋销售额均下降 31%。美容部门销售额同比下降 1%，其中护肤和个人护理品类在新品推出、提价以及加大营销的背景下取得了低单位数的增长，但其中 sk-ii 有双位数的下降。
宝洁	销售额 172 亿美元，同比增长 5%，可比口径下增长 6%。	美妆板块中国市场出货量约两位数下滑	中国地区显著下降，主要系疫情期间限制餐饮和购物旅行影响。
联合利华	销售额 124 亿欧元，可比口径下同略增 0.2%。	亚太地区销售额同比下降 3.7%。	整体电商渠道渠道优异的增长，线下门店受影响较大
欧舒丹	销售额 3.38 亿欧元，固定汇率下同比下降 1.6%	中国内销售额 0.41 亿欧元，固定汇率下同比下降 18.1%	主要系新冠疫情影响和中国农历新年时间线的影响。其中香水和化妆品板块线上销售增长明显。
LVMH	母公司 LVMH 销售额 105.96 亿欧元，可比口径下同下降 17%。	Q1 除日本外亚太地区收入可比口径下降 32%，。	

资料来源:公司财报，国信证券经济研究所整理

### ➤ 海外疫情扩散将影响国际品牌的产能供应

目前来看，雅诗兰黛、欧莱雅以及资生堂的高端化妆品部门几乎均不在中国境内设厂（欧莱雅国内工厂主要生产大众品部门品牌的产品），产品多数通过进口渠道进入国内，而在疫情期间这也一定程度上遭遇了产能紧缺的情况：1）海外疫情的扩散使得化妆品巨头部分工厂停工停产，而未停产的工厂部分也开始调整产线转而进行消杀类产品的生产；2）疫情下各国封闭式的管理导致物流运输难度加大，进口产品的运输成本也相对较大。

这些因素导致国际品牌在未来一定程度上将面临一定的后续产能供应压力，从而无法在近期大规模和大力度的参与电商平台促销活动，因此反映在四五月份的电商数据趋势有所下行。

**图 11：国际品牌天猫旗舰店 GMV 趋势 4 月普遍下行**


资料来源: 淘数据，国信证券经济研究所整理

### ➤ 主力客群为城市中产，长期受益消费升级但短期受经济及收入下行影响较大

虽然不少化妆品所属品牌定位高奢，但由于化妆品单品价格低，相对于传统重奢品牌下的服装鞋包品类，化妆品实际所面向的用户客群相对囊括了更多的中产阶层。这部分人多出生于 85 年-95 年，注重生活品质。从长期来看，国际品牌的定位客群符合国内消费主力变迁发展方向，但在本次疫情期间，中产阶级也是最受伤的一

个阶层，不仅将面对未来收入预期下行的压力，部分服务型企业甚至将面临裁员等带来的就业压力，在这种环境下，中产消费者对市场信心不足，将丧失一定的消费动力，消费热度大大降低。

而从中长期来看，特别是国内消费呈现出一定 M 型消费特征的背景下，国际品牌所面向的主力客群预计仍将受宏观经济不稳定影响导致消费下行更为明显，这主要由于中产阶层受地产、教育、医疗挤出效应下，受经济波动带来的日常消费支出影响敏感性更大。

### 新锐中小品牌：监管强化及产能吃紧将出清部分中小品牌

此前传统本土品牌在大众市场领域也面临着新锐品牌的冲击，但当前本土新锐品牌更多的是依靠营销和产品开发环节取胜，虽然也有如完美日记、花西子等优秀的新锐品牌已逐步成为化妆品行业中不可忽视的一极，但多数的中小新锐品牌在生产端以及研发端，其人才储备以及供应链的基础建设仍然不完善，这次疫情的发生可能更突显出这一制约其长期发展的短板。

#### ➤ 政策监管趋严，有望出清中小杂牌

今年一月，国务院审议通过了《化妆品监督管理条例（草案）》，优化了各项规定并加大了惩戒力度。近年化妆品新锐品牌迭出，在低价位段的国货市场扮演了搅局者角色，但其中不少新锐品牌重营销轻产品，在产品质量上并不达标，并且采用了一系列虚假宣传的行为，而在今年更加严格的化妆品管理新条例即将出台背景下，相应品牌预计将逐步被市场监管出清，而具备较强生产研发实力的优质国货品牌在这一过程有望直接受益。

表 4：化妆品监督管理条例变化情况

序号	条例的主要变化和影响
1	牙膏纳入化妆品管理，参照条例的有关规定进行管理。
2	特殊化妆品分类进行调整。从 9 大类调整为 5+N，即染发、烫发、祛斑美白、防晒、防脱发 5 类+宣称新功效，把除臭、脱毛、美乳、健美、育发去掉。特殊化妆品注册证有效日期从 4 年延长到 5 年，减轻企业负担。
3	新原料按照风险来管理，有简化程序，以前所有新原料实行注册制，10 年以来只审批 8 个。一般普通原料（低风险原料）改为备案制管理。具有防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白等功能的较高安全风险的新原料，实行注册制管理。
4	规定功效宣称应当有充分的科学依据，应当在指定公布，接受社会监督。对企业研发实力提出要求。
5	行业禁止，处罚个人：企业法、主要负责人、直接负责的主管人员。（向食品学习）
6	强化企业主体责任，鼓励企业创新。（医疗器械鼓励创新）

资料来源:新浪网, 国信证券经济研究所整理

#### ➤ 以代工为主的模式在疫情期间同样产能供给问题

与国际品牌一样，疫情对国内品牌的影响不仅局限于需求端，在供应端同样有着较大的影响，对于化妆品企业而言主要反映在复工难以及原材料供应以及物流配送等问题导致的产能短缺。

这一情况导致以线上为主要突破口的新锐品牌虽然需求端能够借较强线上运营能力缓解影响，但由于多数品牌生产外包，供应链成为了最大掣肘，因此我们看到在 2 月-3 月拥有充足库存的实力较强的新锐品牌以及传统国货品牌等受影响不大。但是 3 月份很多新锐品牌遇到了产能不够的问题，有些代工厂一方面是复工慢且资质不齐全难以顺利复产，本身也可能监管趋严过程被逐步出清，另一方面不少会转去做消杀类的产品，因此会给新锐品牌后续销售带来影响。

当然这一过程中，优质上游企业凭借稳定的生产质量以及规模化的产能优质，如青松股份旗下的诺斯贝尔等，有望赢得更多的订单需求，从而受益。

### 传统腰部本土品牌：线下 CS 渠道加速洗牌，线上布局行动迟缓

除了国际品牌以及互联网新锐品牌以外，在线下以往也存在着大量中腰部本土品牌。近年来，随着 CS 渠道触及发展天花板，这部分品牌生存空间逐步缩小，而本次疫情将加速这类品牌的出清。

#### ➤ 传统 CS 渠道将加速洗牌，渠道与品牌将进入强强联合阶段

本土品牌占据主导的 CS（日化专营）店终端近年来正在加速洗牌，传统夫妻街边店受多方冲击数量不断下降，一方面电商对于 CS 店铺的冲击显而易见，另一方面随着低线城市消费升级趋势加速，能够提供更好服务的大型日化专营店也在不断下沉，多方影响下，此前经营不善的店铺将面临出局。

在线下零售继续遭遇较大影响的情况下，品牌方最终也会面临较大销售压力以及价格体系受到冲击等问题。因此当渠道商出现经营困难的情况，品牌方也需要提供一定的扶持，才能够实现行业整体的中长期健康发展。但腰部的本土品牌往往受制于自身资金实力以及现金流的压力，难以给予渠道足够的支持。在这样的背景下，这些腰部品牌方赖以生存合作的线下经销渠道，或是抛弃转投头部国产品牌，或是退出市场。因此我们也看到，近年来头部国产品牌在线下 CS 网点出现了逆势提升的趋势，而未来预计这一趋势将进一步加强。

图 12：珀莱雅及丸美的网点变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ➤ 寄希望于直播自救，但现阶段低价促销无异于“饮鸩止渴”

疫情期间我们也看到，越来越多的品牌开始采用直播电商的方式进行线上化的运营，由于直播电商极强的购买转化率，能够帮助品牌快速销售实现现金回款，因此，原本专注于线下的国产腰部品牌目前都希望借助直播、社媒来进行自救，但是从长期这类此前并没有系统化组织化的布局新营销和线上化能力的品牌将会面临两大问题：

一方面，我们在前文中已经有所论述，线下渠道做好的核心在于平衡好于经销商之间的利益关系。而经销商对于品牌商方面最担忧的主要是两点，一是无节制的压货，二是价格体系混乱，两者均会对经销商在销售、回款等方面带来致命打击，而在不少线下品牌在布局直播电商过程促销力度过大，造成了严重的价格体系混乱，这部分品牌未来将加速被线下经销商抛弃；另一方面，这部分品牌还需要要去平衡促销和品牌长期价值之间的冲突，目前的直播电商已逐步成为低价去库存的主要通道，低价可以短期快速吸引顾客消费，但长期进行低价促销对品牌力是一个极大的损害，不利于品牌的未来的发展。



## 品牌力仍是长期胜负手，重视产品与营销相辅相成

虽然因为疫情等因素导致短期因渠道、客群以及产能上的影响使得国际品牌和新锐品牌发展遭遇一定阻力，这也给了国产龙头品牌难得的发展窗口期，但国际品牌与互联网新锐品牌对行业格局的影响仍长期存在，在产能以及线下渠道逐步复苏之后，行业仍将迎来激烈的竞争。因此在未来，国产品牌更需要从产品升级入手，并通过新兴媒介的营销加码，在当前消费主力的年轻消费者心中不断强化品牌影响力，才能真正从长期的角度在化妆品行业中占据一席之地。

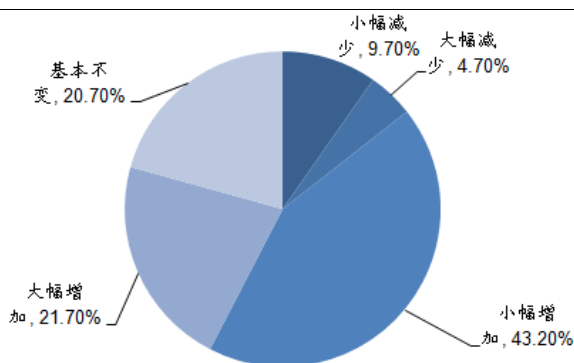
### 塑品牌条件初具：年轻客群对国货认同感提升，研发生产实力不断提升

#### ➤ 年轻客群消费意愿受此次疫情影响较小，对国货认同感不断提升

我们前文提到本次疫情中 30 岁及以上的中产阶层受到影响较大，消费意愿预计有所降低，但 25 岁及以下更为年轻的消费者，消费反而没有太大的影响。这部分消费者或是仍处于学校中，主要支出仍主要为父母辈支持，或是处于职业起步阶段，薪资起点不高，并不是企业降薪的重点人群，且再就业也更容易，同时消费观念超前，对于分期付款等应用较多，因此这些年轻消费群体对于收入受疫情冲击影响的敏感性相对较小，且对未来的预期也更乐观。

根据乐信研究院数据统计，年轻消费群体中，61.9%的人预计收入不会比前一年有所减少，65%的人将增加支出（比 3 月提高 19 个百分点）；65.6%的人更愿意分期消费；另有超 30%的人愿意扩大品质类服务类消费。因此，年轻群体才是疫情后消费复苏的主力推动客群。

图 13：年轻群体普遍愿意疫情后提升消费支出



资料来源：乐信研究院，国信证券经济研究所整理

图 14：天猫美妆中化学原料成分占比不断提升



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

此外，我们也看到现在 Z 世代、小镇青年等群体，由于都是出生于我国改革开放后，有着较强的文化自信，因此对于国货也是较为友好的，购买国货品牌的意愿也在不断提升的。根据天猫平台的数据分析，如今 95 后的消费选择和很多 70、80 后有一些差别，70、80 后仍较多的选择国际化的品牌作为主要消费目标，但是 95 后、00 后对于对国货的认可超过了进口品牌。这些都为具备一定品牌力的国产龙头，在当前消费主力的年轻群体中提升影响力带来了有利环境。

#### ➤ 研发等硬实力的跟进，为产品力提升打下基础

在年轻群体自身消费偏好发生变化的同时，国货自身这几年也在产品研发生产上都有着突出的表现，这为其逐步改变以往低质廉价的形象，并提升品牌力打下了基础。一方面，如前文所述，多数国内美妆龙头在具备了较强的资金实力后，通过自建工厂，搭建了高效的供应链设施，在能够灵活根据试产需求变化应对产品布局切换的同时，也有效保障了产品的高质量水平；另一方面，经过

多年的积累，国内日化企业的也在积极学习国际品牌先进技术，分别在战略合作，人才积累以及国内产业链完善等方面，也加速提升自身的研发实力，在某些产品开发环节中已经初步具备与国际抗衡的实力。

表 5：本土美妆企业研发高管背景情况

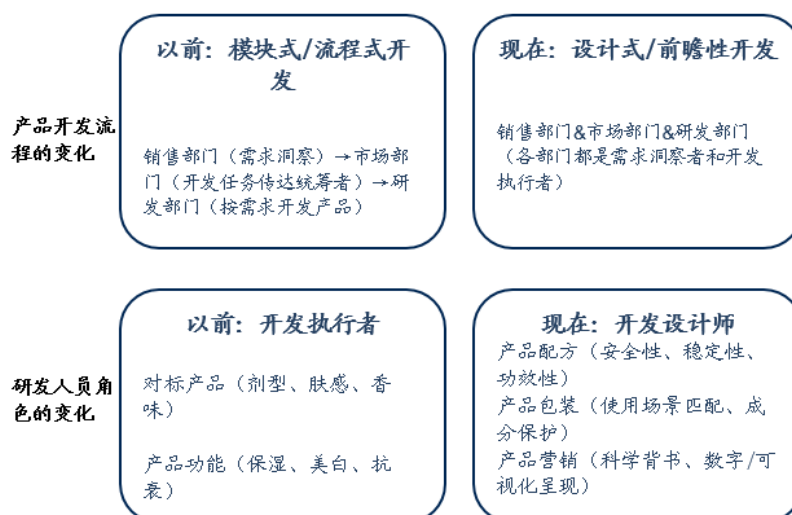
公司	高管名字	职务	背景介绍
珀莱雅	蒋丽刚	研发总监	玫琳凯和雅诗兰黛先后工作 10 年，拥有国家授权发明专利 26 项，是 6 项化妆品国家标准的起草者
丸美股份	佐佐木公夫	研发总监	1965 年加入资生堂，在资生堂从事研发工作四十余年，是一名标准的资生堂系研发人员。
上美集团	孙培文	全球科研中心总监	前宝洁大中华区开放式创新研发总监，对 SK-II、玉兰油等配方研究多年。
华熙生物	李慧良	华熙福瑞达首席技术官	中国民营科技促进会健康美容化妆品专家委员会主任，中国香化协会专家委员会副主任委员。1988 年至 2014 年在上海家化联合股份有限公司技术中心技术工作，曾任资深研究员（总监级），技术总监等职务。
珈蓝集团	陆政政	研发总监、自然堂喜马拉雅研究院秘书长	前强生全球创新中心美容护肤研发部亚太区总监

资料来源:公司公告，品观网，国信证券经济研究所整理

### ➤ 积极灵活的组织架构调整，为顺应新形势建立系统化支持

在新的互联网时代，做一个品牌的架构不会再是原先品牌企业内部研发-渠道-营销相对独立的打法，这种传统组织架构运营方式从企业发展角度很稳健，但也会导致面对新事物反映不及时，错失发展机遇。新时期下，由于渠道越发扁平化，也要求品牌企业顺势革新组织机制，将营销环节前置：通过大数据，通过红人共创，找到用户新的需求，并在开发产品的时候深度介入。这种组织架构此前在新锐品牌领域比较常见。目前我们也看到很多如珀莱雅等的传统国货龙头也开启了相应的调整转变，珀莱雅目前的研发模式就是属于**研发人员走到前端，以较小的项目组为单位，每个研发人员都是市场的洞察者与产品的开发者**。这就要求研发人员要去深入市场，去观察消费者的需求。在这种调整之下，企业能够更好的洞察年轻消费快速变化的需求，灵活调整产品以及营销的策略，将年轻人喜爱的产品以其喜爱的形式呈现出来，从而有效提升品牌影响力。

图 15：化妆品产品开发过程以及研发人员角色的变化



资料来源:化妆品新锐品牌大会，国信证券经济研究所整理

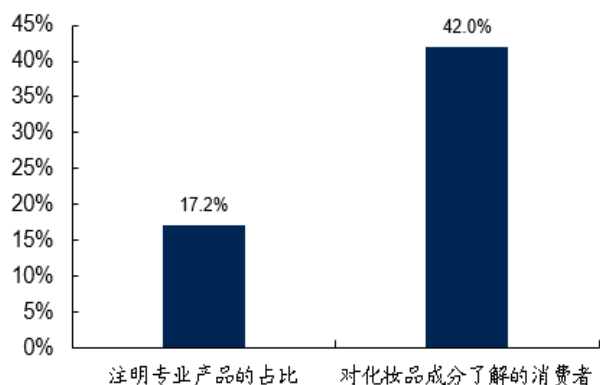
### 品牌力抓手之产品：紧握品类风口，强化单品升级，兼顾爆品拉新

新时期品牌开发在产品的选择上更应注重“科技+美学”的结合，以彩妆类和护肤精华类产品为突破口，契合当前行业的品类发展趋势，打造差异化竞争优势。而在具体产品打造策略上应追求“守正出奇”，一方面通过塑造明星单品拉升品牌高度，另一方面通过打造爆品实现客群拉新。

#### ➤ 紧抓品类风口，把握功能性护肤发展大势

从护肤品角度来看，我国的化妆品行业中的护肤品已经经历了高速发展期，护肤品的渗透率已经相对较高，整个护肤品行业正在逐渐迈入成熟期，与此相对应的就是消费者正在不断的趋于成熟，消费者越来越关注护肤品的具体成分与功效，而对于其营销关注度有所下降。近年化学原料为成分的功能性护肤品受到追捧，功能性护肤品以医学理论为核心指导思想，突出针对性、功效性、安全性，主要用途是美容护肤和促进皮肤健康，解决轻微肌肤问题。

图 16：去年双十一成分党概念强化



资料来源：CBN DATA，国信证券经济研究所整理

图 17：天猫美妆中化学原料成分占比不断提升

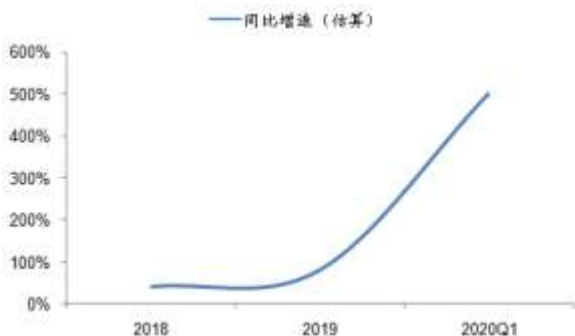


资料来源：CBN DATA，国信证券经济研究所整理

**1) 玉泽：**玉泽为上海家化旗下的药妆品牌，创立于 2009 年创立，主打皮肤屏障修复，发展之初主攻药房渠道。玉泽品牌本身产品有瑞金医院的背书，经过几千例临床试验的，消费者体验较好。而近年来随着功能性护肤赛道风起，家化也顺势对玉泽品牌进行了大力推广。品牌在 2018 年收入仅一个多亿，而在 19 年，公司通过收回天猫旗舰店自营，并加大对品牌在直播电商以及短视频新媒体的布局力度，使得品牌取得快速的增长，19 年预计玉泽收入增长超过 80%，体量达到 2-3 亿之间，而进入 20 年，玉泽品牌再接再厉，在 Q1 实现了线上超过 500% 的 GMV 增速，提前完成了半年的目标，预计未来玉泽有望成为公司营收增长的主要推动力。

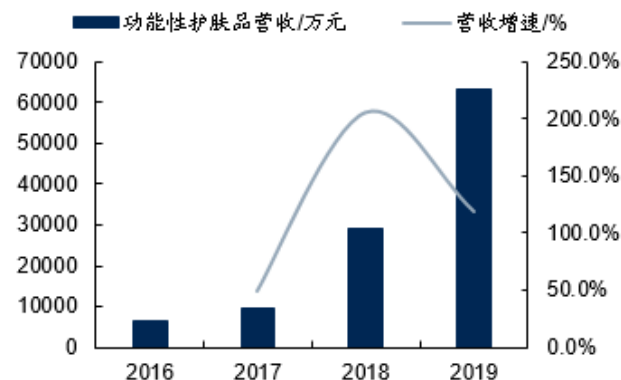
**2) 润百颜：**作为全球玻尿酸龙头，华熙生物以旗下润百颜品牌为主力的功能性护肤业务发展迅猛，公司功能性护肤品拥有针对敏感皮肤、皮肤屏障受损、面部红血丝、痤疮等皮肤问题的产品特性，与同行业公司相比拥有较强的特质性，并打造出了次抛原液明星品类。2019 年，华熙生物旗下的功能性护肤品营收达到 6.35 亿元，同比增长 118.53%，发展极为迅猛，预计今年仍将保持高速增长。华熙旗下品牌的优势在于，一方面产品有着极强的研发实力，目前在锁水和保湿上效果最好的成分就是玻尿酸，而华熙就是全球最大的生产供应商，产品具备专业性背书；另一方面，公司通过一系列的营销，为产品叠加了本土东方文化的元素，从而带来了品牌张力。

图 18: 玉泽收入增速变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理  
注: 2020 年 Q1 增速 GMV

图 19: 华熙生物功能性化妆品营收 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ➤ 差异化的新品打造: 单品升级提升品牌高度, 个性化形象获取年轻新客

国际成熟的美妆品牌既能通过丰富的品类布局满足不同客群阶段性的需求, 也可以打造经久不衰的大单品系列, 通过及时功能性升级, 维持了品牌的长久稳定发展。而国产品牌此前多数属于跟风选择国际品牌教育了消费者的产品系列, 并进行模仿复制, 很少有一个让消费者记得住的差异化产品系列。但从长期来看, 我国化妆品行业在消费的渗透率快速提升后, 也将迎来消费的升级。国产品牌需要一方面通过升级单品系列提升品牌高度, 另一方面也需要与国际品牌实现差异化的产品定位才能在消费心中强化自身品牌特征。

#### 1) 珀莱雅红宝石精华: 产品升级提升品牌高度

珀莱雅公司在年后已经逐步开启打造高端单品系列, 分别在 3 月以及 4 月推出红宝石精华以及双抗精华, 产品定价约在单价 250 元左右, 较此前单价翻倍, 对标雅诗兰黛及欧莱雅品牌的入门款产品, 客群目标打入一二线年轻客群。目前来看, 产品销售情况表现突出, 两者天猫旗舰店月销均在 4W 瓶以上。我们认为公司产品升级的初步成功离不开前期打下的基础条件:

一方面, 前期爆品拉新实现消费客群破圈: 公司此前打造网红爆品的策略一定程度也为公司实现了高层级市场的拉新获客, 如去年大火的“泡泡面膜”客流中有约 30%来自一二线城市, 为公司升级产品带来用户基础。

另一方面, 外延支持下研发技术理念融合内化: 一款明星大单品必须注入一个代表系列内核的符合消费者偏好的产品研发理念。对此公司一方面自身积极开展研发, 同时持续的外延投资合作也为公司提供了极佳的产品开发素材库, 如公司抗衰新品就融合了前期公告合作的西班牙胜肽世家经典原料成分, 从而为公司打造明星单品提供了有力支撑。



图 20：珀莱雅新品原料理念来自投资合作西班牙品牌



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图 21：丸美“小红笔”新品



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

## 2）丸美小红笔系列：差异化的产品形象，年轻化的布局尝试

丸美主品牌前期通过天猫小黑盒发布了新品“小红笔”，这也是公司首次通过线上旗舰店发布新品。公司主品牌天猫旗舰店在 4 月发布新品后增速迅速提升，目前小红笔推出一个半月左右时间天猫旗舰店累积销量突破 6W+。

我们认为，由于丸美品牌本身定位较高，价位段上一定程度上接近国际一线品牌，而在线上渠道消费者更容易将其与国际品牌进行比价，因此更需要通过差异化的具备品牌特征的产品塑造来进行差异化竞争；除此之外，小红笔也是公司触达年轻消费群体的尝试，主要定位 18-29 岁年轻群体，与公司此前定位 29-45 岁的主力产品系列弹力蛋白眼霜形成有效的互补，而新品的成功将有望持续推进公司品牌年轻化。

### 品牌力抓手之营销：精细化营销要求提升，专业团队搭建成重点

目前，化妆品的营销已经全面转向包括红人直播、短视频等在内的新媒体营销。而在新媒体营销的发展初期，由于营销成本和入门槛较低，只要运用得当，在同等条件给新品牌和新品类提供了绝佳的曝光机会。因此，不少新进入品牌在营销格局转化的初期，运用低成本的流量，得到了快速的发展。但经过几年的发展，部分品类下的网红带货已经愈发成熟，相对更加考验品牌精细化运营能力，同时也需要有外部和内部的专业化团队支撑。

#### ➤ 精细化的营销运营，平衡产品动销与品牌力的维护

我们在前文中有所提到，良好的明星代言或是红人带货对于品牌在提升渠道效率以及拉新获客上对品牌有着巨大帮助，但也并不意味着网红经济和明星代言就是就根治一切销售难题且毫无副作用的良方，特别是当前流量变迁速度加快，成本越发高昂的情况下，一旦如果运营不当，则很可能会非但没有提升销售效率，反而被高昂的成本影响公司盈利能力。因此，如何通过营销实现高的销售转化，达到高 ROI 水平，在提升品牌价值的同时提升销量，是好品牌企业的必备条件。

未来，我们认为精细化的营销运作将成为品牌需要运营的主线。虽然品牌主们在思路上都已经发生了转变，但在具体合作过程中，对公司在战略布局和实操经验上都是较大的考验。

图 22: 品牌商和网红 KOL 合作步骤



资料来源: 聚美丽、国信证券经济研究所整理

图 23: 珀莱雅及丸美的新代言人选择符合新品用户画像



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

首先, 在机制上目前品牌方和 KOL 和明星合作可以分为 5 个部分: 1) 品牌方需要对自身品牌和带货的产品进行评估; 2) 品牌需要对网红和明星进行评估, 粉丝群体是否与新品的客群画像一致; 3) 与 KOL 合作共建内容, 包括投放的平台和投放的时段等; 4) 在一定营销预算的情况下, 品牌需要分配好明星代言、电商带货、广告营销模式下的预算; 5) 反馈阶段, 品牌需要衡量营销 ROI 以及消费者对品牌的评价, 从而形成良好的合作循环。

其次, 具备一套完整的机制只是基础, 生意最终是人去做的, 因此各公司也需要打造一支具备深厚的明星代言人筛选经验以及敏锐的市场嗅觉以及较强业务能力的团队。如珀莱雅和丸美在新品代言人的选择上就具备较佳的眼光, 一方面代言人与新品定位客群画像较为一致, 另一方面也成功预判了代言人的后续话题度升温趋势, 从而能够借势实现产品的持续营销推广。

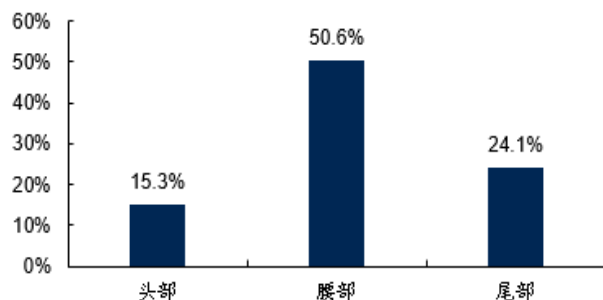
### 珀莱雅的营销策略—战略占据制高点, 实操经验丰富

珀莱雅在营销战略上的布局领先行业, 同时拥有丰富的实操经验, 而这两点正是珀莱雅在新媒体营销领域领先其他公司的核心竞争优势。

一是, 优选 KOL 及明星。KOL 以及明星的粉丝群体的画像是否与品牌和产品调性符合非常重要, 因此对品牌来说内容网红的营销的第一步就是筛选 KOL。首先珀莱雅依托一系列的数据, 找到合适的 KOL, 并根据 KOL 的定位、特长等进行合作。其次, 对 KOL 的调性、产品类别和受众群体的取向进行划分。经过长期发掘, 公司已经建立起一个 KOL 梯队, 从生态系统的头部到腰部、底部, 实现全面覆盖。根据微播易显示, 在泡泡面膜的珀莱雅在抖音上不仅与头部 KOL 合作, 而且还选择了大量的中部 KOL, 头部、腰部和尾部的红人占比分别为 15.3%、50.6% 和 24.1%。公司通常先与明星主播 KOL 合作, 做出曝光度, 然后与腰部主播合作做出产品深度, 掀起口碑新人, 最后脚部的主播则通常会自发进行跟进, 极大的提升了扩散力度。

二是, 精细化选择媒体和内容的投放策略。在媒体投放平台上, 公司持续关注微博、小红书、抖音等, 对流量入口全覆盖, 此外, 公司的内容团队会根据平台的属性和产品的属性去制定内容分发策略。而在投放策略上, 如公司在泡泡面膜投放的过程中, 会阶段性的不断扩大关键词的投放范围。第一阶段, 整体内容从垂直美妆开始测试, 效果显现后, 就开始投放第二阶段圈层女性话题, 再然后向搞笑话题过渡。而随着投放的周期变化, 内容素材不断在变化, 整体的受众人群不断扩散。

图 24: 珀莱雅泡泡面膜投放账号量级占比



资料来源: 微播易, 国信证券经济研究所整理

图 25: 精细化的运用 KOL 布局



资料来源: 聚美丽, 国信证券经济研究所整理

### 借助外部团队快速切入新兴渠道, 代运营有望迎来高速发展

虽然通过本次疫情预计线上化发展将越发成为广大美妆品牌的普遍性需求。但短期来看, 对于大多数出身线下的传统品牌而言, 直接进行电商布局, 在人才、运营经验及相应技术上并不具备优势, 同时电商渠道的竞争环境已经较为激烈, 布局不当不但可能错失红利更可能影响原有业务, **因此借力专业的代运营企业是最为实际的选择**。因此, 预计头部服务商在今年有望迎来进一步扩品牌及扩品类的爆发式发展节点

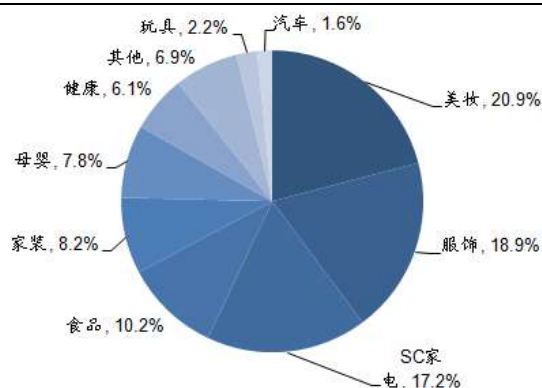
而目前头部品牌代运营商除了传统的客户服务、店铺管理、IT 解决方案、仓储物流等基于电商作为一个卖货渠道的角色展开的职能以外, 在新时期下, 也加载了内容营销以及围绕产品开发提供支持的新功能, 从而能够帮助品牌更好的去适应社交电商等新趋势。除此之外, 头部服务商凭借中优质品牌的合作背书, 相对雄厚的资金实力, 以及数据案例的积累, 有望趁势实现市占率的快速提升。

图 26: 品牌代运营商职能介绍



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 27: 代运营服务行业比例



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

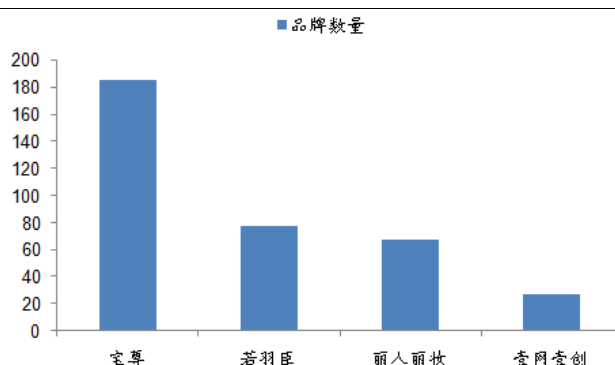
**1) 壹网壹创:** 公司作为 A 股美妆代运营第一股, 具备一定板块稀缺性, 整体有望充分分享美妆线上大发展的红利, 在与百雀羚七年合作过程中, 具备了一定帮助品牌方重塑品牌的能力, 这也是公司区别于普通代运营商的核心优势。借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力, 深入介入上游品牌环节, 未来在品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点。

图 28: 公司运营品牌 19 年双十一预售排名前列



资料来源: 亿邦动力网, 国信证券经济研究所整理

图 29: 公司与同行品牌数量对比



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**2) 水羊国际: 背靠互联网美妆老兵, 紧抓美妆代运营发展机遇。**水羊国际系御家汇旗下从事代运营业务的子公司。公司自 2016 年开始从事海外品牌的代理销售业务, 2019 年海外品牌代理业务营收约为 5.44 亿元, 2017-2019 年营收增速分别为 430.5%、97.8%和 34.5%。公司于 2018 年 6 月正式对外发布独立开放平台“水羊国际”, “水羊国际”具有领先的全渠道管理能力和品牌营销传播能力, 拥有 150 人营销团队内容渠道双驱动的传媒事业部, 具备先天性的品牌营销与传播基因优势。分类分级的 600 美妆天团 KOL 资源库、8 年 1108 场次的场景营销独有的高效品牌传播能力、22 个全球知名 IP 跨界营销的成功经历、快速捕捉热点的事件营销能力、3500 万+的会员管理能力, 截至 2019 年, 公司合作或者战略合作的品牌有 12 个, 并在今年承接了日化龙头强生旗下的品牌代运营权, 在拥有了优质品牌背书后, 公司平台有望实现加速发展。

表 6: 水羊国际代理品牌一览

合作/战略合作时间	品牌	介绍
2016 年	丽得姿	韩国唯一上市面膜企业
2017 年	城野医生	日本第一药妆品牌
2018 年	KIKO	意大利知名平价彩妆品牌
2018 年	OGX	美国时尚洗护品牌
2018 年	LUMINE	芬兰国民护肤品牌
2018 年	ALBION	日本高端百货护肤品牌
2018 年	ZELENS	英国实验室抗衰老品牌
2019 年	李施德林	美国专业口腔护理品牌
2019 年	EviDenS	全球首个针对敏感肌抗衰老品牌
2019 年	LIERAC	全球首个祛妊娠纹品牌
2019 年	强生	全球母婴第一品牌
2019 年	爱呵	全球护臀膏第一品牌

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理



## 投资建议：景气度持续向好，龙头抢占格局重塑先机

“新冠”疫情对化妆品行业虽然造成了一定的短期抑制冲击，但也对行业近年来形成的中长期结构性变化起到趋势强化的作用。从化妆品板块的 Q1 基本面表现来看，虽然不可避免的受到了疫情影响的冲击，但是整体较此前市场预期表现更优，在一季度化妆品社零销售额总体下滑 13.2% 的情况下，Q1 板块上市公司营收同比下降 9.10%，好于行业平均水平。而进入 4 月，从品牌端的线上数据来看，复苏势头靓丽，多数上市品牌的天猫旗舰店 GMV 增速均有翻倍以上的增速，远好于电商大盘的整体表现。

未来，随着低线化以及年轻化带来的行业渗透率的快速提升，整个化妆品产业链都将受益行业发展红利。同时，我们也看到，在不同产业链环节中，虽然有着不同的商业模式和发展特征，但均在近期呈现出一定竞争格局优化的趋势，龙头企业也在这一过程中有望通过夯实自身经营实力，紧握需求变革，抢占先机实现进一步发展。

### 品牌公司：紧握产品及营销抓手，塑造品牌中长期竞争优势

国产品牌龙头在过去几年的发展中分别遭遇了国际品牌以及互联网新锐品牌的挑战，但在疫情期间，这些品牌也遭遇了渠道不力、产能紧张以及主力客群偏好转移等问题，从而给国产品牌龙头提供了难得发展窗口期。而龙头品牌们自身在过去几年通过渠道革新，研发升级以及营销优化，已经具备较强的品牌力提升基础，未来通过持续的产品升级以及营销投入，有望在年轻客群中不断强化品牌影响力，从实现市场份额的快速提升。

#### 珀莱雅（603605）

Q1 公司依靠较强的渠道、营销、产品能力在疫情影响下基本面依旧较为坚韧，且从目前 4 月情况来看电商渠道表现相对优异，带动整体 Q2 有望恢复正增长，但线下渠道客流目前仍在逐步恢复过程之中，目前预计恢复七八成左右。

公司是目前传统线下品牌转型布局电商渠道最为成功的企业之一，自 17 年以来电商渠道是驱动公司快速发展的重要推动因素。从今年来看，预计电商仍将为主要增长推动力，全年电商占比有望达到 65% 左右。其次，公司将围绕需求继续打造新品迭代，推动大单品升级，实现量价齐升；此外，公司外延布局预期不断强化，未来预计公司仍将继续加大对外投资，包括与主品牌差异化定位及品类补充标的，以及完善公司上下游生态化布局。

我们维持公司 20-22 年 EPS 预测 2.50/3.39/4.31 元，对应 PE66/49/38 倍，从中长期来看，化妆品行业整体景气度仍维持高位，公司作为在国产品牌转型较为成功的企业，仍有望积极分享行业变革红利，并在产品升级以及多品牌布局中，也正有序推进，且已初具形态，未来集团化发展值得期待，维持中长期“买入”评级。

表 7：珀莱雅盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3123.52	3960.68	5213.55	6237.58
(+/-%)	32.28%	26.80%	31.63%	19.64%
净利润(百万元)	392.68	502.35	682.92	866.89
(+/-%)	36.73%	27.93%	35.95%	26.94%
摊薄每股收益(元)	1.95	2.50	3.39	4.31
EBITMargin	17.67%	14.36%	14.86%	15.63%
净资产收益率(ROE)	19.35%	20.92%	23.49%	24.43%
市盈率(PE)	84.61	66.14	48.65	38.30

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 丸美股份（603983）

整体来看，公司通过多年以来的差异化布局，已在业内树立了眼部抗衰老专家的品牌形象，未来在眼霜品类的竞争力有望进一步加强。近年来公司在不断升级产品提升客单价水平的同时，也在积极抗衰老产品品类延伸，未来随着行业向高功能护肤升级趋势的加强，有望得到进一步发展契机。

步入 2020 年，公司在营销和渠道端进行了积极布局：营销方面，公司加快年轻化转型，选用新生代代言人朱正廷，加大社媒营销投放力度。渠道方面，公司更换代运营商，电商运营能力正在不断提升，未来电商仍有较大的发展空间。公司 4 月近期在电商渠道推出新品“小红笔”，配合新的代言人和社媒营销，小红笔销售情况优异，天猫店月销量已达 4w+。我们维持盈利预测，公司 20-22 年 EPS 分别为 1.52/1.90/2.22 元/股，当前股价对应 PE 为 60/48/41X，维持“增持”评级。

表 8：丸美盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,800.86	2,067.74	2,502.55	2,869.35
(+/-%)	14.28%	14.82%	21.03%	14.66%
净利润(百万元)	514.89	610.74	761.88	889.47
(+/-%)	23.99%	18.62%	24.75%	16.75%
摊薄每股收益(元)	1.28	1.52	1.90	2.22
EBITMargin	31.82%	30.53%	31.27%	31.88%
净资产收益率(ROE)	19.28%	15.04%	16.05%	16.03%
市盈率(PE)	71.11	59.95	48.05	41.13

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 上海家化（600315）

公司是化妆品高景气度赛道内品牌矩阵最丰富，平台运营能力最强的百年龙头，且在内生外延下具备较强多品牌扩张预期。展望 2020，首先，公司将在品牌端将继续加强佰草集太极系列明星产品打造，推出全品类系列，同时将顺应行业趋势加大功能性护肤品牌玉泽的推广力度。此外，针对近期疫情期间消费者对于除菌抑菌类产品的需求变化，公司也将积极通过旗下六神、美加净做针对性的产品推出。而在营销端，公司也将持续加强社媒网红营销投入。

此外，新任 CEO 潘秋生为原欧莱雅中国区和亚太区的大众化妆品部门总经理，潘总在欧莱雅任职期间帮助公司实现渠道战略转型，线上业务占比大幅提升。我们在此前的欧莱雅分析报告中提到欧莱雅中国区的成功离不开电商渠道的带动，19 年中国区大众品部电商占比预计 60%，新任 CEO 有望为公司的数字化转型带来积极看点。我们维持公司 20-22 年 EPS0.81/0.99/1.21 元，对应 PE47/39/32 倍，维持“增持”评级。

表 9：上海家化盈利预测数据

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7596.95	7832.46	9022.99	9979.43
(+/-%)	6.43%	3.10%	15.20%	10.60%
净利润(百万元)	557.09	541.42	665.84	812.52
(+/-%)	3.09%	-2.81%	22.98%	22.03%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.81	0.99	1.21
EBITMargin	6.60%	6.88%	7.95%	8.72%
净资产收益率(ROE)	8.86%	8.12%	9.34%	10.55%
市盈率(PE)	46.12	47.44	38.58	31.64

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 华熙生物（688363）

公司作为透明质酸原料行业的龙头，凭借两大科技平台，透明质酸产业化规模位居国际前列。目前公司已经建立了产品与原料的创新和研发体系，其医疗终端产品业务和功能性化妆品业务正在高速发展。公司近两年聚焦医美和化妆品两大优质赛道，在功能性护肤品成为护肤品高速增长的分品类下，公司依托其透明质酸的生产规模、研发实力以及产品开发能力，有望实现高增长。我们维持公司 20-22 年 EPS 为 1.49/2.19/2.91 元/股，对应 PE70/48/36X。维持“增持”评级。

表 10：华熙生物盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,885.6	2,369.4	3,397.3	4,427.6
(+/-%)	49.3%	25.7%	43.4%	30.3%
净利润(百万元)	585.6	713.2	1051.3	1396.4
(+/-%)	38.2%	21.78%	47.42%	32.82%
摊薄每股收益(元)	1.2	1.5	2.2	2.9
EBITMargin	36.0%	32.9%	34.3%	35.4%
净资产收益率(ROE)	12.9%	14.5%	19.4%	22.8%
市盈率(PE)	85.46	70.17	47.60	35.83

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

### 代运营龙头：充分分享行业线上化红利，规模化优势不断显现

美妆线上化趋势不断加速，疫情之后预计更多品牌将加速布局电商，因此，头部代运营服务商在今年有望迎来进一步扩品牌及扩品类的爆发式发展节点。同时，目前头部品牌代运营商在新时期下，也加载了内容营销以及围绕产品开发提供支持的新功能，从而能够帮助品牌更好的去适应社交电商等新趋势。此外，头部服务商拥有大型优质品牌的合作背书，相对雄厚的资金实力，以及数据案例的积累，因而在行业发展中呈现强者恒强的态势。

### 壹网壹创（300792）

疫情期间线上运营已成为行业的主流运营方式，同时疫情过后预计品牌方将更加重视电商渠道，线上代运营企业将迎来新一轮的品牌合作以及品类扩张的爆发节点。公司作为 A 股美妆代运营第一股，具备一定板块稀缺性，整体有望充分分享美妆线上大发展的红利，同时借助自身长期培养下的内容营销及产品开发能力，深入介入上游品牌环节，全年有望在品牌合作绑定、盈利能力提升以及新品类和品牌的扩张上具备较强看点。同时，公司前期公告拟收购同为天猫六星代运营，在家电家居类目优势明显的浙江上佰，借助资本之力，通过积极的收购外延，公司未来在跨品类以及整合产业链上下游等方面也具有持续看点。我们维持 20-22 年 EPS 3.85/5.14/6.51 元/股，对应 PE91/68/54 倍，维持“增持”评级。

表 11：壹网壹创盈利预测数据

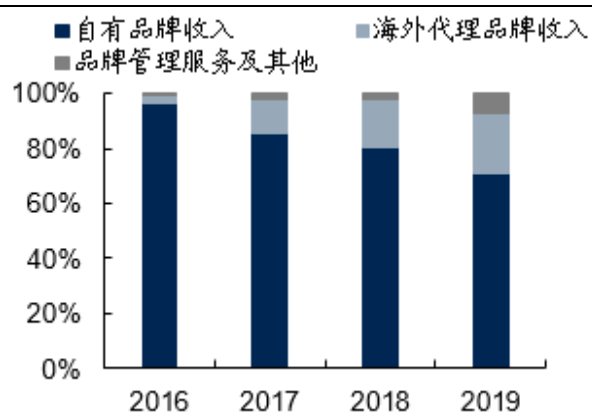
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,451	1,868	2,489	3,097
(+/-%)	43.2%	28.8%	33.2%	24.4%
净利润(百万元)	219	308	411	521
(+/-%)	34.7%	40.5%	33.5%	26.8%
摊薄每股收益(元)	2.74	3.85	5.14	6.51
EBITMargin	18.5%	20.0%	20.4%	21.0%
净资产收益率(ROE)	17.1%	20.0%	21.7%	22.3%
市盈率(PE)	127.46	90.71	67.96	53.61

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

### 御家汇（300740）

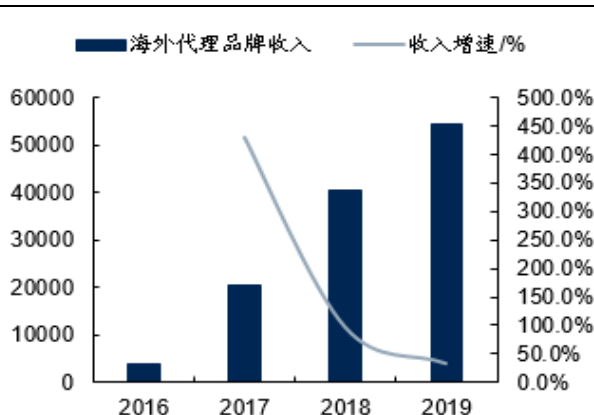
公司成立于 2006 年，旗下主要品牌御泥坊起家于线上，公司品牌线上运营能力较强。公司在 2016 年开始代理韩国面膜品牌丽得姿，随后在 2018 年正式发布“水羊国际”线上品牌运营平台。目前公司主要运营三大业务：1) **自有品牌生产和销售**，自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“花瑶花”、“师夷家”、“薇风”等主要品牌，产品包括面膜类、水乳膏霜类等，主要以面膜类为主。2) **海外品牌的代理销售（买断式）**：公司起家于线上，线上运营优势明显，自 2016 年开始从事海外品牌的代理销售业务，截至 2019 年，公司合作或者战略合作的品牌有 12 个。3) **品牌管理服务**：2018 年公司依托水羊国际平台，开展了品牌服务业务，主要为海外的品牌提供线上运营的咨询服务。品牌管理服务业务 2019 年营收为 1.52 亿元，2019 年营收增速为 433.26%。

图 30：公司三项业务占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 31：公司海外品牌代理收入（万）及增速(%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

凭借着多年的互联网电商运营经验，公司在店铺运营、营销策划、仓储物流等方面都具有较强的优势；团队执行力较强，反应迅速，适合电子商务代理业务的要求；多年来与电商平台的合作奠定了代理业务快速发展的基础；最后，团队年轻，长期与互联网人群的接触让公司对消费者的理解更深入，能更好的契合消费者的诉求。

### 盈利预测及估值

➤ 我们对收入主要做出以下假设：

**1) 自有品牌产品业务：**当前公司自有品牌业务正迎来经营拐点。公司当前非贴片面膜和水乳膏霜品类占比不断提升，且对单品不断进行了升级。根据淘数据显示，2019 年御泥坊天猫旗舰店销售额同比有所下降，从 2020 年 3 月开始，天猫旗舰店的销售同比提升，结束了自 2018 年 12 月以来的下降趋势。2020 年 3-4 月天猫旗舰店销售分别同比增长 101.9% 和 221.9%。我们预计 2020-2022 年公司该项业务的增速分别为 12.42%、8.92% 和 10.63%。

**2) 海外品牌代理业务：**公司的线上运营能力已经得到了持续的验证，已经成功地打造了丽得姿、城野医生和 Kiko 等海外品牌。今年年初，公司和强生集团签订战略合作协议，公司将成为强生旗下所有品牌的线上代运营商。疫情有望催化品牌线上的发展，我们预计 2020-2022 年公司该项业务的增速分别为 58.62%、36.37% 和 30.32%。

**3) 品牌管理服务：**依托于线上代理业务，公司的品牌管理服务也将保持叫高速增长，我们预计 2020-2022 年公司该项业务的增速分别为 100.32%、50.57% 和 30.58%。

➤ 我们对利润率做出以下假设：



**1) 毛利率:** 整体来看, 公司海外品类代理业务为买断式的经销业务, 毛利率相对自有品牌业务低, 预计毛利率将有所下降, 我们预计 2020-2022 年的毛利率分别为 50.22%、49.60%和 49.11%。

**2) 费用率:** 自 2017 年以来公司销售费用率不断提升, 2019 年销售费用率达到 43.15%, 处于行业内较高水平, 预计主要与线上流量成本提升以及公司代理品牌大多为海外小众品牌, 营销和引流成本相对较高有关。预计在代运营平台搭建完善且运营品牌知名度不断提升的背景下, 未来公司的销售费用率将得到一定的优化。我们预计公司 2020-2022 年的销售费用率分别为 42.02%、41.00%和 40.30%, 管理费用率分别为 6.07%、6.05%和 6.04%。

**表 12: 御家汇盈利预测**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,412.1	3,086.2	3,762.0	4,441.3
(+/-%)	7.4%	27.9%	21.9%	18.1%
净利润(百万元)	27.2	65.8	89.2	105.9
(+/-%)	-79.2%	141.5%	35.6%	18.7%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.16	0.22	0.26
EBITMargin	1.4%	1.5%	2.0%	2.2%
净资产收益率(ROE)	2.2%	5.2%	6.6%	7.4%
市盈率(PE)	200.6	83.0	61.2	51.5
EV/EBITDA	135.4	95.6	69.7	56.8
市净率(PB)	4.5	4.3	4.1	3.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综合上述分析, 我们预计公司 19-21 年 EPS0.16/0.22/0.26 元, 对应 PE83/61/51 倍。当前公司自有品牌业务正通过产品结构优化迎来营收拐点, 而代理业务方面, 公司今年将成为强生旗下所有品牌的线上代运营商, 疫情催化下未来有望催化品牌线上的发展, 海外品牌代理业务以及品牌管理服务有望保持较高速增长, 从而推动公司整体业绩有望迎来拐点, 我们给予“增持”评级。

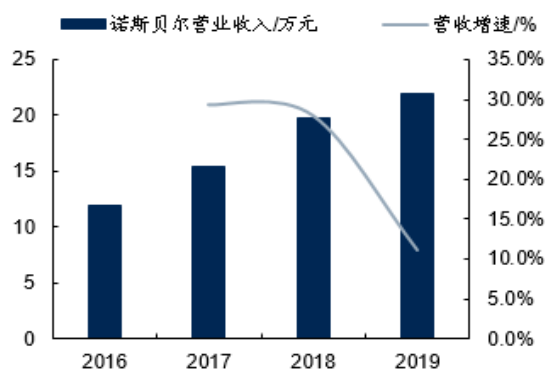
### 代工龙头: 充分分享行业高景气度红利, 监管加强优化市场格局

从国内生产企业的情况来看, 根据峰瑞资本的报告显示, 2018 年中国具有一定规模的化妆品生产企业有 5000 余家, 其中中小型化妆品企业占到总数的 90%, 因此整体来看我国上游化妆品制造行业相对分散, 但同时, 在与国际知名品牌多年合作的过程中, 已经涌现大批技术成熟、品质稳定、品控严格的中国代工厂, 如青松股份旗下的诺斯贝尔等。而本次疫情带来的行业供给侧冲击下将一定程度上出清一部分中小产能, 而优质上游企业凭借稳定的生产质量以及规模化的产能优质, 有望赢得更多的订单需求。

### 青松股份 (300132)

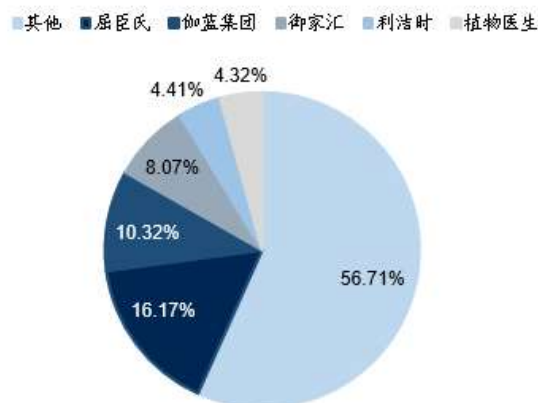
公司 2019 年通过收购国内化妆品制造龙头诺斯贝尔切入化妆品制造领域, 诺斯贝尔一直致力于化妆品的设计、研发和制造, 主要产品为面膜系列、护肤品系列和湿巾系列三大品类, 公司先后与国内外众多知名品牌建立了稳定的 ODM 合作关系。诺斯贝尔形成了人才、客户资源、供应商资源、产品开发和配方研发能力、严格的质量控制体系、生产制造等六大竞争优势。在国内上游化妆品代工生产格局较为分散的背景下, 2019 年诺斯贝尔的营收已经突破 20 亿元, 成为国内化妆品代工领域的龙头。

图 32: 诺斯贝尔近年营收(亿元)及营收增速/%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 2018 年诺斯贝尔客户结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 盈利预测及估值建议:

我们对收入主要做出以下假设:

**1) 化妆品业务:** 短期来看: 面膜和化妆品类业务方面, 疫情对化妆品的需求造成一定的影响, 但当前化妆品的消费已经逐渐恢复, 预计全年仍将保持良好的增长态势; 公司湿巾和无纺产品有望受到疫情的推动, 此外, 公司在 2 月采购了医用口罩生产设备共 5 台, 每台设备的医用口罩生产能力为每日 4 万只。整体来看, 预计公司化妆品业务 2020-2022 年的营收增速分别为 62.09% (诺斯贝尔 2019 年 5 月纳入并表)、20.42% 和 18.73%。

**2) 松节油深加工业务:** 目前公司是我国最大的松节油深加工企业, 也是全球最大的合成樟脑及系列产品的供应商, 产品种类多, 质量好, 技术水平较高, 市场营销能力较强, 具备较强的定价自主权。该项业务周期性明显, 松节油价格受采脂成本、行业监管、供求关系等影响, 价格波动较大。未来在价格方面, 短期来看, 下游医药应用领域需求刚性, 且上游供给受疫情有望收缩, 价格有望逐步回暖; 长期来看, 受原材料资源萎缩, 政策限制以及人工采摘成本上升等影响, 价格有望逐步提升。而在销量方面: 下游终端需求有望保持稳健增长, 且公司产能正处于不断扩充中。2019 年公司 1.5 万吨香料项目正式生产, 年产 5000 吨合成樟脑扩建项目 (含生产线自动化改造) 19 年下半年进入试生产、正式达产后公司合成樟脑产能提升至 1.50 万吨。综合考虑, 我们预计该项业务 2020-2022 年的营收增速分别为 2.2%、5.6% 和 5.3%。

我们对利润率做出以下假设:

**1) 毛利率:** 整体来看, 公司松节油深加工业务的毛利率高于化妆品代工业务的毛利率。具体从化妆品业务的毛利率来看, 2017-2018 年化妆品业务毛利率呈现下降的趋势, 主要与公司增加产能储备有关。预计 2020 年受到低毛利湿巾类等防疫产品收入的提升, 毛利率有所下降, 未来随着公司不断扩充新的品牌和品类, 产能利用率不断提升, 毛利率有望提升。松节油深加工方面, 2019 年公司扩充了香料和樟脑产品的产能, 预计相关设备短期类产能利用率较低, 毛利率承压, 在价格没有大幅波动的背景下, 中长期毛利率有望企稳回升。整体来看, 预计公司 2020-2022 年的毛利率水平分别为 29.37%、30.2% 和 31.15%。

**2) 费用率:** 诺斯贝尔的销售费用率高于公司主业的销售费用率, 管理费用率和财务费用率低于公司主业的费用率水平。2019 年公司销售、管理和财务费用率提升幅度较大, 主要系松节油产品价格下跌导致收入下降, 而费用方面相对较为刚性。在松节油深加工业务基本保持平稳且费用趋于刚性的背景下, 松节油业务的费用率有望保持稳定。随着化妆品业务并表占比较大且保持较高的增长, 化妆品业务的费

用对整体的费用率走势影响较大。我们预计公司 2020-2022 年的销售费用率分别为 5.95%、4.02%和 4.07%；管理费用率分别为 6.92%、6.85%和 6.82%。

**表 13：青松股份盈利预测**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,908.1	3,932.6	4,538.1	5,199.0
(+/-%)	104.6%	35.2%	15.4%	14.6%
净利润(百万元)	453.2	564.9	687.5	815.5
(+/-%)	13.2%	24.6%	21.7%	18.6%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.09	1.33	1.58
EBITMargin	20.5%	18.0%	18.8%	19.1%
净资产收益率(ROE)	15.0%	16.1%	16.7%	17.0%
市盈率(PE)	21.0	16.8	13.8	11.7
EV/EBITDA	16.6	14.3	12.1	10.6
市净率(PB)	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综合上述分析，我们预计公司 19-21 年为 EPS1.09/1.33/1.58 元，对应当前股价 PE17/14/12 倍。展望未来，公司主业有望在扩产能背景下实现稳定增长，而化妆品代工业务一方面有望伴随行业需求扩张分享行业发展红利自然成长，另一方面公司积极拓展新客户，和花西子、HomeFacial Pro 等本土新锐品牌展开合作，凭借优质的研发生产实力以及规模优势绑定更多的有优质国货品牌。整体来看，在主业稳步增长，化妆品领域收入较高速增长背景下，公司的净利润有望保持较高增长，考虑到公司在产业链的稀缺性，且估值水平较可比公司相对较低，我们给予“增持”评级。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
603605	珀莱雅	买入	165.08	1.95	2.50	3.39	84.61	66.14	48.65	16.37
603983	丸美股份	增持	91.30	1.28	1.52	1.90	71.11	59.95	48.05	13.71
600315	上海家化	增持	38.28	0.83	0.81	0.99	46.12	47.44	38.58	4.09
300792	壹网壹创	增持	349.00	2.74	3.85	5.14	127.46	90.71	67.96	21.85
688363	华熙生物	增持	104.26	1.22	1.49	2.19	85.46	70.17	47.60	11.00
300132	青松股份	增持	18.38	0.88	1.09	1.33	20.95	16.82	13.82	3.14
300740	御家汇	增持	13.28	0.07	0.16	0.22	200.56	83.01	61.20	4.48

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理



## 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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